

Spis treści

Słowo wstępne	9
Arkadiusz Babczuk: Miękkie ograniczenia budżetowe jednostek samorządu terytorialnego	11
Grażyna Borys: Świadectwa pochodzenia jako instrument wspierający kogenerację	26
Martina Černíková: The Most Considerable Changes of the Tax Legislation in the Context of the Public Budgets Stabilization in the Czech Republic	35
Jarosław Dziuba: Wykorzystanie przychodów zwrotnych w gospodarce finansowej powiatów w Polsce	41
Andrzej Koza: Wsparcie ze środków publicznych przedsiębiorczości bezrobotnych osób niepełnosprawnych	53
Damian Kubiak: Zmiany na rynku pracowniczych programów emerytalnych w Polsce	62
Alina Majczyzna: Rola Funduszu Dopłat w realizacji programów dopłat do kredytów mieszkaniowych	72
Martina Prskavcová: Tax Policy in Taiwan (Republic of China)	82
Ivana Šimíková: Mundell-Fleming Model and Maastricht's Fiscal Convergence Criteria: Fiscal and Budgetary Stabilization Need in the Context of EMU	91
Jana Šmídová: Is Contemporary Tax Book in the Czech Republic Really Tax Book?	96
Melania Bąk: Wartości niematerialne i prawne w aspekcie prawa bilansowego i podatkowego oraz Międzynarodowych Standardów Rachunkowości.....	102
Zdeněk Brabec: The Financial Evaluation of the Capital Project (Construction of the Minibike Circuit)	118
Šárka Čechlovská: Project Finance – an Alternative Method of Corporate Financing	127
Marketa Dubová, Helena Jáčová, Marie Šimonová: Analysis of E-learning Materials Benefits of Course „Selected Problems of Financial Management” for Different Target Groups of Users	132
Olga Hasprová: Comparison of Selected Items of Company and Insurance Company's Liabilities Balance Sheets	150
Josef Horák: Development of Czech Accounting from the End of 19 th Century until the Present Time	156
Radana Hojná: Costing and Its Usage in Product Management	162
Helena Jáčová: Assessment of Suitability of Selected Indicators for Specification of Economically Depressed Areas in the Liberec Region	169
Joanna Kogut: Wpływ zmian projektu ustawy o rachunkowości na rachunkowość jednostek gospodarczych	182
Olga Malíková: Leases of the Asset and its Depreciation – Differences in Reporting under the Czech Legislation and Standards IFRS	195

Šárka Nováková: Economic Aspects of the Ecological Risks Assessment of the Industrial Accident	205
Magdalena Swacha-Lech: Istota finansów behawioralnych	211
Jacek Adamek: PLS i jego odwzorowanie w produktach bankowości islamskiej na przykładzie kontraktu <i>musharakah</i>	221
Elżbieta Hajduga: Przegląd uwarunkowań rozwoju działalności reasekuracyjnej w Polsce	232
Alicja Janusz: Ekonomiczne przesłanki tworzenia sieci bezpieczeństwa pośredników finansowych	241
Wojciech Krawiec: Realizacja polityki inwestycyjnej polskich funduszy nieruchomości	252
Robert Kurek: Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe zakładu ubezpieczeń – nowe podejście w Solvency II	265
Teresa Orzeszko: Zasady funkcjonowania rezerw na straty kredytowe w argentyńskich bankach	273
Beata Owczarczyk: Analiza porównawcza rozwoju działalności bancassurance we Francji, w Niemczech i w Polsce	289
Agnieszka Ostalecka: Metody przewycieżania kryzysu azjatyckiego – wybrane aspekty	300
Małgorzata Solarz: Upadłość konsumencka w wybranych krajach	311

Summaries

Arkadiusz Babezuk: Soft Budget Constraints in Municipalities	25
Grażyna Borys: Certificates of Origin as the Cogeneration Supporting Instrument	34
Martina Černíková: Istotne zmiany w prawie podatkowym w kontekście stabilizacji budżetu Republiki Czeskiej	40
Jarosław Dziuba: Implementation of Recovered Revenues in Financial Economy of Districts in Poland	52
Andrzej Koza: The Public Funds for Support of Self-employment Among Handicapped Persons	61
Damian Kubiak: Changes on the Employee Pension Programs' Market in Poland	71
Alina Majczyna: The Meaning of Subsidy Fund in Financial Programmes to Support National Housing	81
Martina Prskavcová: Polityka podatkowa na Tajwanie (Republika Chińska)	89
Ivana Šimíková: Model Mundella-Fleminga oraz fiskalne kryteria konwergencji z Maastricht: potrzeba stabilizacji fiskalnej EMU	95
Jana Šmídová: Czy współczesna książka podatkowa w Republice Czeskiej jest rzeczywiście książką podatkową?	101
Melania Bąk: Intangible Assets in View of Balance and Tax Law and International Accounting Standards	116
Zdeněk Brabec: Finansowa ocena projektu kapitałowego (konstrukcja toru do minimotocykli)	126

Šárka Čechlovská: Finansowanie projektowe jako alternatywna metoda finansowania przedsiębiorstwa	131
Marketa Dubova, Helena Jacova, Marie Simonova: Analiza korzyści materiałów kursu e-learning „Wybrane problemy zarządzania finansowego dla różnych grup docelowych użytkowników”	149
Olga Hasprová: Porównanie wybranych elementów pasywów bilansów przedsiębiorstwa i firmy ubezpieczeniowej	155
Josef Horák: Rozwój rachunkowości w Czechach od końca XIX wieku do czasów obecnych	161
Radana Hojná: Kalkulacja kosztów i jej wykorzystanie w zarządzaniu produktem	168
Helena Jáčová: Ocena stosowności wybranych czynników do wyodrębnienia regionów słabiej rozwiniętych w regionie Liberca	181
Joanna Kogut: The Influence of Changes in Accountancy Act Draft on the Accountancy of Business Entities	194
Olga Malíková: Leasing aktywów i ich amortyzacja – różnice w sprawozdawczości według ustawodawstwa czeskiego i standardów IFRS	204
Šárka Nováková: Ekonomiczne aspekty pomiaru ryzyka ekologicznego wypadków przemysłowych	210
Magdalena Swacha-Lech: The Essence of the Behavioural Finance	220
Jacek Adamek: Profit and Loss Sharing and its Representation in Islamic Banking Products Based on the Example of <i>Musharakah</i> Contract	231
Elżbieta Hajduga: A Review of Reinsurance Development Causations in Poland	240
Alicja Janusz: Economic Indications for Creating Safety Networks of Financial Intermediaries	251
Wojciech Krawiec: The Realization of Investment Policy of the Polish Investment Fund	264
Robert Kurek: Technical-Insurance Provisions of an Insurance Company – New Attitude in Solvency II	272
Teresa Orzeszko: Loan Loss Provisioning in Argentinean Banks	288
Beata Owczarczyk: Comparative Analysis of the Development of Bancassurance Activity in France, Germany, and in Poland	299
Agnieszka Ostalecka: The Methods of Asian Crisis Overcoming – Chosen Aspects	310
Małgorzata Solarz: Consumer Insolvency in Selected Countries	322

Magdalena Swacha-Lech

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ISTOTA FINANSÓW BEHAWIORALNYCH

1. Wstęp

W Polsce zagadnienie finansów behawioralnych stało się szczególnym obiektem zainteresowań naukowych wraz z początkiem XXI wieku. Pomimo niedługiego okresu, w jakim nurt ten uwzględniany jest w polskich opracowaniach dotyczących ekonomii finansowej, istota tego zagadnienia sprawiła, iż na trwałe wpisało się ono do współczesnej teorii finansów.

Przeprowadzone dotąd badania, zarówno w literaturze światowej, jak i krajowej, koncentrują się głównie wokół zachowań inwestorów giełdowych na rynku papierów wartościowych. Znaczenie uzyskanych wniosków powoduje jednakże, iż obecnie w środowisku naukowym coraz częściej podkreśla się potrzebę zastosowania podejścia behawioralnego także w innych obszarach finansów.

Celem niniejszego opracowania jest ukazanie istoty finansów behawioralnych oraz wskazanie, że waga nowego, interdyscyplinarnego podejścia może być nieoceniona dla dogłębnego poznania pewnych zagadnień ze świata finansów.

Idea podejścia behawioralnego została w artykule zaprezentowana na podstawie najbardziej rozpoznanego zagadnienia w kontekście finansów behawioralnych, tj. na bazie analizy zachowań inwestorów giełdowych.

2. Pojęcie finansów behawioralnych

Behawioryzm oznacza kierunek w psychologii zakładający badanie postępowania człowieka w oderwaniu od aktów świadomości, nieuwzględniający czynnika społecznego [5, s. 2]. Finanse behawioralne są więc dziedziną, która łączy w sobie

naukę finansów i psychologię. W szerszym ujęciu dziedzina ta zawiera także socjologię oraz matematykę.

Finanse behawioralne definiowane są najczęściej jako badania zachowań inwestorów na rynkach finansowych z wykorzystaniem aspektów psychologicznych [5, s. 3]. Istotą finansów behawioralnych jest zatem poszukiwanie psychologicznych mechanizmów zachowania uczestników rynków finansowych [8, s. 342].

A. Cieślak zauważa jednakże, iż najtrafniejszym określeniem opisywanej dziedziny naukowej jest sformułowanie „behawioralna ekonomia finansowa”, z którym jednakże bardzo rzadko można się spotkać, zarówno w krajowej, jak i zagranicznej literaturze. Jako synonimy pojęcia finansów behawioralnych autorka wskazuje również: „behawioralny nurt finansów” oraz „behawioralne podejście do finansów” [3, s. 8].

Często w literaturze występują także definicje zawężające zagadnienie finansów behawioralnych jedynie do analizy zachowań inwestorów giełdowych, a więc do problemu, przy którym podejście behawioralne zostało już zastosowane, a wyniki prowadzonych badań są powszechnie znane. Należy jednak pamiętać, że możliwości, jakie niesie za sobą nowe, interdyscyplinarne podejście do problemów ze świata finansów, wykorzystywane są także w analizie innych zagadnień. Obecnie tego rodzaju badania prowadzone są m.in. przy analizie zagadnienia bankructwa gospodarstw domowych.

3. Istota finansów behawioralnych w świetle badania zachowań inwestorów giełdowych

Finanse behawioralne powstały na bazie krytyki dwóch założeń klasycznych finansów: o efektywności rynku oraz o racjonalności jego uczestników, którzy maksymalizują oczekiwaną użyteczność.

Efektywne rynki w sensie reakcji na napływające informacje to takie rynki, na których pojawiające się wiadomości są natychmiast odzwierciedlane w cenie akcji. W 1967 r. H. Roberts wyróżnił trzy formy efektywności rynku (rozpowszechnione później przez E. Fama) [8]:

- słabą efektywność – oznaczającą, że wszelkie istotne informacje dotyczące kształtowania się cen w przeszłości są odzwierciedlone w bieżących cenach akcji,
- średnią efektywność – oznaczającą, że wszelkie istotne informacje dotyczące kształtowania się cen w przeszłości, a także wszystkie inne ogólnie dostępne informacje są odzwierciedlone w bieżących cenach akcji,
- mocną efektywność – oznaczającą, że bieżące ceny akcji odzwierciedlają wszystkie istotne informacje, zarówno dostępne dla ogółu, jak i poufne.

Na skutek prowadzonych badań już w pierwszej połowie lat 90. ubiegłego stulecia pojawiały się pierwsze sygnały dotyczące zauważonych nieprawidłowości w

założeniach modeli klasycznych. Szukając odpowiedzi na pytanie o efektywność rynków, zidentyfikowano wiele odstępstw od efektywności rynków kapitałowych na świecie. Odstępstwa te określa się anomaliami. Do najczęściej występujących anomalii zakwalifikowano:

- dodatnie krótkoterminowe autokorelacje między stopami zwrotu,
- ujemne średnioterminowe autokorelacje między stopami zwrotu,
- efekt stycznia,
- efekt końca tygodnia,
- efekt wielkości firmy,
- paradoks zamkniętych funduszy inwestycyjnych,
- efekt konsekwentnego wyboru akcji spadkowych.

Przeprowadzone na wielu rynkach kapitałowych badania dowiodły, iż w okresie do 12 miesięcy korelacja między cenami danej akcji przyjmuje charakter dodatni, a zatem wzrost ceny akcji prowadzi do dalszego podnoszenia jej ceny w przyszłości. W przedziale 3-5 lat korelacja ta przyjmuje charakter ujemny, a więc akcje, które były nisko wyceniane w stosunku do wartości fundamentalnych spółek, mają tendencję do przynoszenia w przyszłości wyższej stopy zwrotu niż akcje przewartościowane.

Obserwacje zmian cen akcji potwierdziły także występowanie pewnych prawidłowości w zależności od miesiąca, w jakim notowane są akcje, bądź też od dnia tygodnia. Prawidłowości te określa się jako efekt kalendarza. Występowanie w styczniu wyższych stóp zwrotu niż w innych miesiącach roku określa się efektem stycznia, podczas gdy spadek cen akcji w okolicach weekendu przyjęło się nazywać efektem końca tygodnia.

Efekt wielkości firmy wiąże się z kolei z fenomenem inwestycji dokonywanych w akcje małych spółek. Na podstawie przeprowadzonych badań (R. Banz, D. Keim, M. Reinganum) wykazano występowanie istotnej statystycznie dodatkowej stopy zwrotu dla akcji małych spółek w okresie kilkudziesięciu lat XX stulecia [8, s. 340].

Jako odstępstwo od efektywności rynku badacze postrzegają także zjawisko określane mianem paradoksu zamkniętych funduszy inwestycyjnych (*closed-end fund puzzle*). Zgodnie z logiką działania funduszy cena certyfikatów powinna odzwierciedlać sumę kapitalizacji rynkowych wszystkich aktywów, jakie dany fundusz posiada. Tymczasem zaobserwowano następujące rozbieżności [3, s. 21]:

- w momencie tworzenia funduszu certyfikaty wyceniane są zazwyczaj z premią (nawet 10%) w stosunku do wartości jego aktywów,
- w trakcie działania tworzenia funduszu ceny certyfikatów wskazują na dyskonto (sięgające nawet 10%) w stosunku do wartości jego aktywów.

Ostatnim z wymienionych efektów jest efekt konsekwentnego wyboru akcji spadkowych, którego występowanie potwierdzają badania przeprowadzone kilka-

krotnie przez T. Odeana oraz B.M. Barbera na rachunkach inwestycyjnych kilku tysięcy losowo wybranych inwestorów indywidualnych. Badania te wykazały, że drobni inwestorzy obniżają swoje potencjalne zyski z inwestycji na skutek dużej liczby dokonanych transakcji. Statystycznie ceny akcji sprzedawanych przez tę grupę rosły, podczas gdy ceny akcji nabywanych spadały.

Zauważone anomalie podają w wątpliwość założenie o efektywności rynków. Podobnie głębsze rozważania na temat racjonalności inwestorów wzbudziły pewne wątpliwości badaczy. Już w połowie lat 50. ubiegłego stulecia H. Simon stwierdził, iż ze względu na psychologiczne ograniczenia jednostki założenie o racjonalności jej postępowania jest zbyt dużym uproszczeniem. Tezę tę kilkanaście lat później rozwinęli A. Tversky i D. Kahneman, zauważając pewne uproszczenia w myśleniu jednostek i określając je jako heurystyki [9, s. 1124-1131].

Na poziomie rzeczywistych decyzji podejmowanych przez inwestorów podano zatem w wątpliwość założenie o ich pełnej racjonalności. Zarówno w sferze poznawczej, jak i motywacyjnej zauważono u inwestorów silne inklinacje behawioralne [10, s. 175].

W sferze poznawczej inwestorzy posługują się licznymi heurystykami (uproszczonymi sposobami rozumowania mogącymi prowadzić do błędnych wniosków). Jednymi z najczęściej wskazywanych heurystyk są korespondujące ze sobą: nadmierna pewność własnej wiedzy i umiejętności oraz złudzenie kontroli. Pierwszy ze stosowanych sposobów uproszczonego rozumowania polega na przecenianiu własnej wiedzy i zdolności.

Na podstawie przeprowadzonych badań zauważono, że inwestorzy stają się bardziej pewni swojej wiedzy, jeśli wcześniej osiągnęli sukces. Nabierają oni ponadto błędnego przekonania, że precyzja dokonywanych predykcji w każdej sytuacji powinna wzrastać wraz ze zwiększeniem ilości otrzymywanych informacji. Przekonanie to jest bardzo częste z uwagi na powszechność niedoceniań procesów losowych i doszukiwania się zależności przyczynowo-skutkowych [10, s. 52].

Badania przeprowadzone przez B.M. Barbera i T. Odeana, dokonane na podstawie 35 tys. rachunków inwestycyjnych w okresie od lutego 1991 r. do stycznia 1997 r., dowodzą, że mężczyźni wykazują większą tendencję do przeceniania swej wiedzy niż kobiety. W badanym okresie mężczyźni dokonali o 45% więcej transakcji niż kobiety, co spowodowało redukcję ich zysków netto o 2,65% rocznie [1, s. 1 i nast.].

Złudzenie kontroli określane jest najczęściej jako iluzja posiadania zwiększonego wpływu na przebieg obserwowanych zjawisk wraz ze wzrostem osobistego zaangażowania. Badania na inwestorach giełdowych wykonane przez C. Heatha i A. Tversky'ego dowiodły, że jednostki często mają wrażenie, że zależy od nich więcej niż występuje to w rzeczywistości. Badani otrzymali do wyboru dwa zadania:

- „akcja jest wybierana losowo z tabeli notowań *The Wall Street Journal* – twoim zadaniem jest zgadnąć, czy następnego dnia cena wybranej akcji wzrośnie, czy spadnie”,
- „akcja jest wybierana losowo z tabeli notowań *The Wall Street Journal* – twoim zadaniem jest zgadnąć, czy cena wybranej akcji wzrosła, czy spadła dnia poprzedniego (nie masz możliwości przeanalizowania historycznych notowań giełdowych).

Około 70% badanych wybrało pierwszą możliwość, co tłumaczy towarzyszące inwestorom poczucie, że ich zdolność prognozowania jest większa niż umiejętność odgadywania zaistniałych już zdarzeń [8, s. 53].

Kolejną z najczęściej wskazywanych heurystyk to nadmierny optymizm, prowadzący się do bezpodstawnego zakładania powodzenia realizowanych przedsięwzięć. Brak rzetelnego, krytycznego podejścia do realizowanych transakcji staje się niejednokrotnie przyczyną znacznego zmniejszenia zysków z inwestycji dokonywanych na giełdzie papierów wartościowych.

Pułapka potwierdzania to kolejny model uproszczonego myślenia stosowany przez inwestorów giełdowych na etapie podejmowania decyzji. Okazuje się bowiem, że w procesie tym inwestorzy szukają potwierdzeń dla wcześniej postawionych hipotez, ignorując informacje, które mogłyby im zaprzeczać. Inaczej zjawisko to określa się jako błąd afirmacji.

Podobną postawę przyjmują także inwestorzy, którzy stosują tzw. efekt myślenia wstecznego. Już znając wyniki transakcji, mają oni wrażenie, że zaistniała sytuacja była jedynym możliwym scenariuszem zdarzeń, zgodnym jednocześnie z ich wcześniejszymi przewidywaniami (błąd *post factum*). Nawet w przypadku mało prawdopodobnego zdarzenia inwestorzy nie potrafią dostrzec rozwiązań alternatywnych, co powoduje, że kierując się tym doświadczeniem w przyszłości, mogą oni dokonać błędnej oceny sytuacji.

Kolejne heurystyki to heurystyka dostępności oraz heurystyka zakotwiczenia. Na etapie podejmowania decyzji o dokonaniu danej transakcji inwestorzy, określając prawdopodobieństwo danego zdarzenia, odwołują się do podobnych zdarzeń, z którymi spotkali się oni już w przeszłości. Okazuje się jednak, że o podjętej decyzji nie zawsze decydują wyniki zdarzeń, które wystąpiły najczęściej. Często bowiem inwestorzy odwołują się do zdarzenia, które wystąpiło jako ostatnie, bądź też do takich, które miały charakter sensacji.

E. Stephan dokonał badania tego zjawiska na niemieckim rynku kapitałowym. Eksperci przygotowali listy kilkudziesięciu spółek, których nazwy były z łatwością rozpoznawane przez inwestorów, oraz kilkudziesięciu spółek słabo znanych. Następnie odczytano badanym nazwy wszystkich spółek, informując jednocześnie o tym, czy przynoszą one zyski, czy straty. Okazało się, że kiedy przypisywano zyski dobrze znanym spółkom i straty firmom słabo rozpoznawalnym, inwestorzy uznali, że większość spółek jest zyskowna i odwrotnie. Lepiej zatem zapamiętywano wy-

niki finansowe znanych spółek, które decydowały o ostatecznym wrażeniu [8, s. 349].

Heurystyka zakotwiczenia polega na zwracaniu przez inwestorów uwagi na pewne arbitralne wartości oraz dokonywaniu szacowań względem nich, przy czym wartości te często dobierane są bezpodstawnie. Inwestorzy niejednokrotnie estymują wielkości na podstawie początkowo zasugerowanego poziomu (tzw. kotwicy). Wartość ta może zostać narzucona przez samo sformułowanie problemu bądź też przez pobieżne obliczenia dokonywane w celach orientacyjnych, które stają się następnie punktem odniesienia dla prowadzonych analiz [3, s. 63]. Im bardziej formułowane oceny związane są z pewną wartością, tym trudniej jest uniezależnić od nich dokonywane przewidywania [4, s. 232].

Ostatnią grupę heurystyk, które zostaną omówione, stanowią: heurystyka afektu, podstawowy błąd atrybucji oraz konserwatyzm. Pierwszy sposób uproszczonego wnioskowania odnosi się do emocjonalnego uogólnienia charakteru obiektu na podstawie przypisanych mu cech wartościujących, bez stosowania procedur analitycznych [10, s. 63]. Podstawowy błąd atrybucji wiąże się z kolei z predyspozycją inwestorów do przypisywania trafnych decyzji własnym zdolnościom, przy jednoczesnym wyjaśnianiu błędnych decyzji za pomocą okoliczności zewnętrznych. Konserwatyzm jest natomiast wynikiem zbyt silnego przywiązania do ukształtowanych już wcześniej opinii. Błąd popełniany przez inwestorów polega wówczas na ignorancji nowych informacji, które mogłyby wymusić zmianę dotychczasowych poglądów. Ograniczona reakcja na nowe okoliczności wykazywana jest zazwyczaj w krótkim okresie [6, s. 5].

Omówiona grupa uproszczonych sposobów myślenia inwestorów giełdowych dotyczyła ich sfery poznawczej, czyli opinii. Kolejną płaszczyznę, w której często stosowane uproszczenia prowadzą do podejmowania błędnych decyzji stanowi ich sfera motywacyjna, czyli preferencje.

Z zagadnieniem skłonności motywacyjnych inwestorów ściśle wiąże się teoria perspektywy, która tłumaczy dlaczego zachowanie ludzi często odbiega od modelu oczekiwanej użyteczności. Zgodnie z założeniami tej teorii krzywe użyteczności zysków i strat różnią się od siebie. Funkcja wartości dla strat jest bardziej stroma niż funkcja wartości dla zysków, co oznacza, że „strata bardziej boli, niż zysk cieszy”. Kolejnym spostrzeżeniem jest to, że funkcja wartości dla zysków jest wklęsła, co oznacza, iż kolejnym przyrostom zysków odpowiadają coraz mniejsze przyrosty użyteczności, podczas gdy funkcja wartości dla strat jest wypukła, a więc kolejnym przyrostom straty również odpowiadają coraz mniejsze przyrosty żalu. Oznacza to, że subiektywna odległość (różnica) między zyskiem 0 zł (tj. jego brakiem) i 50 zł jest większa niż między zyskiem 50 zł i 100 zł. Podobnie jest także w przypadku strat. Wyróżnione cechy funkcji wartości przesądzą o stosunku inwestorów do ryzyka zarówno w sferze zysków, jak i strat [8, s. 53-53].

Do najczęstszych inklinacji w sferze motywacyjnej można zaliczyć m.in. awersję do strat, efekt dyspozycji oraz krótkowzroczne unikanie strat. Awersja do strat oznacza nadmierną skłonność do unikania zamykania pozycji „na minusie”. Inwestorzy posiadający tę cechę skłonni są przetrzymywać akcje, które przynoszą straty w oczekiwaniu na odwrócenie się trendu. Efekt dyspozycji wiąże się natomiast z szybkim wyzbywaniem się akcji, których ceny rosną, przy jednoczesnym zbyt długim przetrzymywaniu akcji spadkowych, podczas gdy krótkowzroczne unikanie strat oznacza z kolei przywiązywanie zbyt dużej wagi do krótkoterminowych wahań cen posiadanych aktywów, zwłaszcza w przypadku inwestycji długoterminowych. Występujące krótkoterminowe wahania cen akcji w długim okresie nie muszą bowiem wpływać niekorzystnie na wynik inwestycji długoterminowej. Kierowanie się negatywnymi odchyleniami w krótkim okresie może więc doprowadzić do podjęcia błędnej decyzji o wycofaniu się z danej inwestycji, która w długim okresie mogłaby się okazać wysoce korzystna.

Kolejnym czynnikiem motywacyjnym prowadzącym do podejmowania błędnych decyzji przez inwestorów giełdowych jest efekt utopionych kosztów. Duży wysiłek inwestora przy analizie opłacalności inwestycji czy wysoki poziom poniesionych kosztów już w trakcie jej realizacji często bowiem skutkuje nieracjonalnym trwaniem przy inwestycji, która nie przynosi oczekiwanych rezultatów.

Badania inwestorów giełdowych potwierdziły także występowanie zjawiska określanego jako księgowanie mentalne (inaczej: księgowanie umysłowe), polegającego na odmiennym traktowaniu środków w zależności od tego, jak one zostały wcześniej „zaksięgowane w umyśle”. Inwestorzy dokonują wcześniej swego rodzaju segregowania inwestycji i w zależności od umiejscowienia ich w danym rodzaju inwestycji odmiennie podchodzą do ich realizacji. Typowym przykładem w tym zakresie są inwestycje, które zostały odziedziczone przez jednostkę. Inwestor bowiem niechętnie wyzbywa się tych inwestycji. Zjawisko to określa się jako efekt posiadania. Podobnie, odmiennie niż pozostałe inwestycje, traktowane mogą być akcje, które pracownik otrzymał po długim okresie współpracy z firmą. Nawet gdy analitycy doradzają odchodzącym pracownikom zamianę akcji pracowniczych na inny walor, często nie zgadzają się oni na to rozwiązanie. W tym przypadku występuje efekt przywiązania.

Ostatnią grupę omawianych czynników motywacyjnych stanowią tzw. pułapki związane z wynikami ostatnio dokonanej inwestycji. Przeprowadzone badania ukazują, że po zakończeniu udanej, zyskowej inwestycji inwestorzy często przejawiają większe skłonności do podejmowania ryzyka, osiągając wrażenie, że inwestują niejako „za cudze pieniądze”. Mechanizm zwany „na koszt firmy” sprawia zatem, że inwestorzy chętniej nabywają ryzykowne instrumenty finansowe tuż po zakończeniu korzystnej transakcji [11, s. 27].

Jeżeli natomiast ostatnio dokonana transakcja wiązała się ze spadkiem wartości akcji, w wyniku czego inwestor podjął decyzję o wyjściu z tej inwestycji, w przy-

szłości (nawet przy bardzo korzystnej sytuacji) może on unikać ponownego nabycia tych akcji. Taki sposób reakcji na porażkę określa się efektem ukąszenia węża.

Innym rodzajem zachowania związanego z niedawno poniesioną stratą może być poszukiwanie szansy do jej wyrównania, a więc reakcja odmienna w porównaniu z „ukąszeniem węża”. Nieudana inwestycja w tym przypadku będzie bowiem czynnikiem motywującym inwestora do podejmowania większego ryzyka. Efekt ten określa się jako „potrzebę wyrównywania strat”.

Na podstawie przytoczonych rozważań można zatem potwierdzić tezę, iż finanse behawioralne obejmują badania, które porzucają tradycyjne założenia o maksymalizacji oczekiwanej użyteczności przez racjonalnych inwestorów na efektywnych rynkach [6, s. 1].

4. Zakończenie

Doskonałe zwięźczone rozważań dotyczących finansów behawioralnych może stanowić następujące zdanie P. Zielonki, autora wielu opracowań dotyczących behawioralnych aspektów zachowań inwestorów giełdowych:

„Warto więc podkreślić, że finanse behawioralne (stanowiąc autonomiczną próbę opisu rzeczywistych zachowań inwestorów w oparciu o teorię perspektywy, uzupełnioną długą listą inklinacji psychologicznych zarówno w sferze poznawczej, jak i motywacyjnej) pod żadnym względem nie mogą być traktowane jako konkurencja czy alternatywa dla klasycznego nurtu finansów. Każde z tych podejść reprezentuje bowiem zupełnie różne i nieporównywalne ze sobą założenia metodologiczne” [11, s. 39].

Zdanie to jest niezwykle znamienne dla rozważań z zakresu finansów behawioralnych – doskonale oddaje istotę analizowanego zjawiska, wskazuje na rolę omawianej dziedziny w teorii finansów, a ponadto obrazuje tendencję do zawężania tego terminu jedynie do analizy zachowań inwestorów giełdowych.

Nowatorski sposób ujęcia problemu, jaki dostarczają finanse behawioralne, nie wyklucza zatem istnienia teorii klasycznych, a jedynie je uzupełnia czy modyfikuje, stawiając znane już zagadnienia w nowym świetle. Szersza perspektywa analizy pozwala z kolei na pełniejsze ujęcie omawianego problemu, lepsze zrozumienie zachowań inwestorów na rynku papierów wartościowych. Dzięki uzyskanej wiedzy inwestorzy mogą się stać bardziej świadomymi graczami, unikać popełniania pewnych błędów. Posiadana przez nich wiedza może zapobiec temu, by stali się oni nieświadomymi stronami manipulacji dokonywanych przez spekulantów na giełdzie papierów wartościowych.

Nowe, interdyscyplinarne podejście do świata finansów, nowe spojrzenie na zjawiska, jakie w nim zachodzą, mogą pomóc lepiej poznać i zrozumieć czynniki, jakie determinują te zjawiska, a także ich efekty. W Polsce dziedzina finansów behawioralnych nie została jeszcze w pełni odkryta. Nadal brak jest behawioralne-

go ujęcia dla wielu zagadnień ze świata finansów, w których zastosowanie tego aspektu w analizie mogłoby zaowocować interesującymi wnioskami, pozwalającymi na lepsze zrozumienie badanego zjawiska.

Poza analizą zachowań inwestorów na rynku papierów wartościowych, aspekty psychologiczne rozważane są obecnie przy analizie wrażliwości konsumentów na cenę, w decyzjach konsumenckich, w transakcjach handlowych czy w rozważaniach na temat upadłości konsumenckiej. Na tle korzyści, jakie dostarcza taki sposób analizy zagadnień, wyłania się jednakże konieczność zastosowania podejścia behawioralnego także w innych obszarach nauki finansów, w tym m.in. w wielu zagadnieniach z dziedziny bankowości.

Literatura

- [1] Barber B.M., Odean T., *Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*, „The Quarterly Journal of Economics”, February 2001.
- [2] Buczek S., *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, SGH, Warszawa 2005.
- [3] Cieślak A., *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacje paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, NBP. Materiały i Studia, z. 165, Warszawa, październik 2003.
- [4] Kicia M., *Wybrane heurystyki na rynku giełdowym w okresie wysokiej koniunktury*, [w:] *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, UMCS, Lublin 2007.
- [5] Poczynek J., Masłowski M., *Finanse behawioralne, eFinanse* (<http://www.e-finanse.com/san-aktywnosc.php>).
- [6] Ritter J.R., *Behavioral Finance*, „Pacific-Basin Finance Journal” 2003 vol. 11, nr 4, (<http://bear.cba.ufl.edu>).
- [7] Roberts H., *Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market*, *Seminar on the Analysis of Security Prices*, University of Chicago, Chicago 1967.
- [8] Tyszka. T., *Psychologia ekonomiczna*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004.
- [9] Tversky A., Kahneman D., *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, *Science, New Series*, vol. 185, nr 4157, September 1974.
- [10] Zielonka P., *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa 2006.
- [11] Zielonka P., *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, NBP, Materiały i Studia, z. 158, Warszawa, lipiec 2003.

THE ESSENCE OF THE BEHAVIOURAL FINANCE**Summary**

The aim of the article is behavioural finance essence presentation and showing that the importance of the new, interdisciplinary approach could be invaluable to gain the in-depth knowledge of certain financial issues. The essence of behavioural approach was shown on the basis of the most researched problem in the context of behavioural finance, i.e. the stock investor behaviour analysis.