

Krzysztof Nowak*

WYBRANE ASPEKTY DECYZJI INWESTYCYJNYCH INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH NA RYNKU KAPITAŁOWYM W ŚWIETLE ELEMENTÓW TEORII FINANSÓW BEHAWIORALNYCH

DOI: 10.26399/meip.4(67).2019.37/k.nowak

WPROWADZENIE

Jednym z głównych założeń przyjętych przez przedstawicieli klasycznej szkoły w ekonomii była koncepcja *homo oeconomicus* – jednostki w pełni racjonalnej, koncentrującej się na maksymalizacji użyteczności i podejmującej decyzje na podstawie logicznej analizy dostępnych informacji. Koncepcję tę, bardzo kuszącą, zwłaszcza w ostatnim czasie często poddawano krytyce. W debacie akademickiej pojawiały się postulaty przeformułowania znaczenia *homo oeconomicus*¹. Wskazywano na ewidentny brak harmonii między tym, co podpowiada teoria a rzeczywistym zachowaniem jednostek. Racjonalny inwestor powinien kierować się dążeniem do maksymalizacji zysku dla danego poziomu ryzyka lub też maksymalnym ograniczaniem ryzyka dla danego poziomu zysku. Każdy z nas jednak, podejmując decyzje w życiu codziennym, także te dotyczące sfery finansowej, jest podatny na oddziaływanie innych,

* Krzysztof Nowak – dr, Uniwersytet Rzeszowski, Wydział Ekonomii, Katedra Rynków Finansowych i Finansów Publicznych, e-mail: krnowak@ur.edu.pl, ORCID 0000-0003-0543-1670.

¹ J. Brzezicka, R. Wiśniewski, *Homo Oeconomicus and Behavioral Finance*, „Contemporary Economics” 2014, t. 8, nr 4, s. 358–360.

pozaracjonalnych czynników. Na decyzje inwestycyjne w znacznym stopniu wpływają czynniki psychologiczne oraz emocje takie jak strach, panika, lęk, zazdrość, euforia, chciwość, satysfakcja, ambicja czy próżność². Sprawiają one, że nie zawsze nasze działania i decyzje można określić jako wynikające wyłącznie z rachunku ekonomicznego. Potrzeba uwzględnienia również tych przesłanek w odniesieniu do finansów doprowadziła do wyodrębnienia finansów behawioralnych. W tej dziedzinie w analizie decyzji finansowych jednostek nie tylko uwzględnia się ich racjonalne zachowanie, ale i rozpatruje uwarunkowania tych decyzji wynikające z socjologii i psychologii. W ostatnich latach obszar intensywnych badań stanowiły między innymi preferencje inwestycyjne inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym oraz czynniki, które mają wpływ na ich decyzje.

Warto zaznaczyć, że w latach 2009–2018 widoczny był stopniowy spadek udziału oraz wartości obrotów dokonanych przez krajowych inwestorów indywidualnych na głównym rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie³. Podobne tendencje dotyczyły liczby kontraktów terminowych oraz opcji, którymi obracali krajowi inwestorzy indywidualni. Powyższe zmiany nie były wprawdzie widoczne na rynku NewConnect, jednakże w tym przypadku również nie można mówić o wzroście obrotów generowanych przez krajowych inwestorów indywidualnych. Udział tych ostatnich w obrocie głównymi instrumentami finansowymi na GPW przedstawia tabela 1. Pomimo zaobserwowanych zmian inwestorzy indywidualni nadal stanowią liczną grupę inwestorów na GPW. Analiza ich zachowania na giełdzie może oddawać również funkcjonowanie samego rynku kapitałowego.

Biorąc pod uwagę intensywny w ostatnich latach rozwój badań nad zachowaniem uczestników rynku kapitałowego w ramach teorii finansów behawioralnych oraz znaczenie tego segmentu inwestorów dla funkcjonowania GPW, cele artykułu zostały zdefiniowane następująco:

1. Przedstawienie zmian preferencji inwestycyjnych inwestorów indywidualnych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.
2. Przeprowadzenie analizy wyników badania ankietowego inwestorów indywidualnych w kontekście wybranych zniekształceń poznawczych wskazywanych przez teorię finansów behawioralnych.

² M. Mikołajek-Gocejna, *Heuristic. Psychological Aspects of Decision-Making on Capital Market*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2017, nr 5(89), cz. 2, s. 145.

³ Dalej: GPW.

Tabela 1
Udział krajowych inwestorów indywidualnych w obrotach giełdowych na GPW w Warszawie

Rok	Udział (proc.)				Dane wartościowe			
	Akcje Główny Rynek	Akcje NewConnect	Kontrakty	Opcje	Akcje Główny Rynek (mln zł)	Akcje NewConnect (mln zł)	Kontrakty (szt.)	Opcje (szt.)
2009	27	88	52	65	89 614	962	13 869 008	513 577
2010	19	87	50	60	80 647	2722	13 563 414	660 697
2011	18	77	46	64	92 671	2860	13 267 126	1 059 573
2012	18	73	47	50	65 841	1671	9 504 367	676 586
2013	15	69	50	37	65 977	1291	11 476 201	562 991
2014	13	70	45	47	53 377	1709	8 204 515	454 557
2015	12	74	47	47	48 831	2562	7 215 702	410 427
2016	13	73	46	51	49 257	1749	6 988 100	384 777
2017	16	76	51	46	76 200	2025	7 415 196	278 762
2018	12	83	48	46	49 022	2617	7 551 845	269 269

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu *Udział inwestorów w obrotach giełdowych – dane zagregowane 2004–2018, GPW w Warszawie*, <https://www.gpw.pl/analizy>, dostęp 7.08.2019.

3. Określenie głównych prawidłowości dotyczących preferencji inwestorów indywidualnych na polskim rynku kapitałowym, odnośnie do podejścia do ryzyka, okresu inwestycji oraz ufności we własne umiejętności inwestycyjne.

Powyższe cele zostały zrealizowane w ramach przeprowadzonej przez autora analizy wyników Ogólnopolskiego Badania Inwestorów z roku 2011 i 2018 przeprowadzonego przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych.

1. PREFERENCJE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH NA GPW W ROKU 2011 I 2018

W tabelach 2 i 3 przedstawiono wybrane wyniki Ogólnopolskiego Badania Inwestorów⁴ odpowiednio w 2011 i 2018 roku⁵. Badanie zostało przeprowadzone przez firmę badawczą PBS na ogólnopolskiej próbie inwestorów indywidualnych lokujących środki finansowe na rynku kapitałowym, liczącej 7319 osób w 2011 oraz 3912 osób w 2018 roku⁶. Rezultaty z roku 2011 oraz 2018 wskazują, że inwestorzy indywidualni, podejmując decyzje inwestycyjne, w największym stopniu kierowali się własnymi analizami. Na przestrzeni 7 lat odsetek takich wskazań nieco się zmniejszył, z poziomu 64,2% do 61,3%. Zwiększył się za to wyraźnie odsetek inwestorów, którzy analizując instrumenty finansowe, największe znaczenie przypisywali łącznie analizie fundamentalnej i technicznej – z poziomu 38,3% w 2011 roku do 49,0% w 2018 roku. Nie zmieniły się preferencje inwestorów indywidualnych, jeśli chodzi o najważniejsze i najmniej ważne źródła informacji o rynku kapitałowym. Odsetek inwestorów oceniających raporty bieżące i okresowe spółek jako najważniejsze źródło wzrósł z 33,0% do 41,8%. Z kolei odsetek wskazujących serwisy internetowe jako najważniejsze źródło informacji zmniejszył się

⁴ Dalej: badanie OBI.

⁵ Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2011*, dostęp 23.07.2019, oraz Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2018*, dostęp 29.04.2019.

⁶ Liczba respondentów, którzy udzielili odpowiedzi zarówno w roku 2011, jak i 2018, w przypadku niektórych pytań była niższa od wskazanej liczby n. Przedstawione w tabelach od 2 do 5 wyniki procentowe odnoszą się do całkowitej liczby respondentów, którzy udzielili odpowiedzi na poszczególne pytania.

z 23,3% do 20,1%. Źródła informacji najczęściej wskazywane jako nieważne to rozgłośnie radiowe i fora dyskusyjne. W ich przypadku odnotowano odpowiednio zmiany wskazań z 23,8% do 32,1% oraz z 19,0% do 18,5%. W latach 2011–2018 znacznie poprawiła się samoocena umiejętności inwestycyjnych wśród respondentów. Wzrósł bowiem odsetek inwestorów wskazujących na bardzo dobre i dobre umiejętności inwestowania – odpowiednio z poziomu z 2,0% do 3,3% oraz z 16,3% do 30,9%. Najwięcej spośród badanych zarówno w 2011, jak i w 2018 roku oceniło swoje umiejętności jako średnie – 52,5% i 48,7%.

W ciągu 7 lat, jakie upłynęły pomiędzy rozpatrywanymi badaniami inwestorzy zmienili podejście do dywersyfikacji. W 2011 roku 41,6%, największa grupa inwestorów wskazywała, że ich portfel inwestycyjny najczęściej składał się z 2 lub 3 spółek. W roku 2018 najwięcej, bo 47,6% inwestorów, wskazało na portfel zawierający najczęściej walory od 4 do 7 spółek. Nie zmienił się za to horyzont czasowy inwestycji w przypadku lokaty kapitału na GPW. Dominująca część inwestorów (46,1% i 43,3%) wskazała w obydwu badaniach okres inwestycji do jednego roku. Na rynku NewConnect w 2018 roku – inaczej niż w 2011 – największy odsetek badanych wskazał zakres czasowy inwestycji przekraczający jeden rok (38,7%). Inwestorzy indywidualni w 2011 i 2018 roku bądź to nie stosowali uśredniania (35,0% i 48,3%), bądź to korzystali z tej metody głównie w razie pojawiających się strat (35,4% i 38,6%). Różnice w odsetkach uzyskanych odpowiedzi mogą tu wynikać ze zmiany listy odpowiedzi dostępnych do wyboru. Największa część inwestorów indywidualnych nie zamykała stratnych pozycji, lecz czekała na odbicie rynku. Obniżył się jednak odsetek inwestorów stosujących takie podejście, z 56,3% do 41,5%. Stratę pomiędzy 5 a 10% jako poziom, przy którym zamykana była pozycja, wskazało w 2011 roku 48,1% inwestorów. W 2018 roku najwięcej, bo 32,6% inwestorów oznaczyło ten poziom jako najwyższy akceptowalny poziom straty z pojedynczej inwestycji.

Tabela 2
Preferencje inwestycyjne inwestorów indywidualnych według Ogólnopolskiego Badania Inwestorów Indywidualnych 2011

1. Inwestorzy indywidualni, podejmując decyzje inwestycyjne, kierują się (proc.)									
ogólnie dostępnymi rekomendacjami	informacjami ze spółek	własnymi analizami	rekomendacjami swojego biura/maklera	podpowiedziami znajomych	podpowiedziami na blogach, forach internetowych	inne			
42,6	54,1	64,2	14,4	9,7	14,2	1,7			
2. Największe znaczenie dla inwestorów indywidualnych przy analizie instrumentu finansowego ma (proc.)									
analiza fundamentalna	analiza techniczna	obie metody łącznie	nie potrafię analizować instrumentów	inne	brak danych				
17,6	21,9	38,3	20,9	1,3	0,1				
3. Znaczenie źródeł informacji na temat rynku kapitałowego (proc.)									
gazety	serwisy internetowe	programy telewizyjne	raporty bieżące i okresowe spółek	strony WWW spółek	raporty i komentarze analityków/blogi	rozgłoszenie radiowe	fora dyskusyjne		
najważniejsze	najważniejsze	najważniejsze	najważniejsze	najważniejsze	najważniejsze	najważniejsze	najważniejsze	najważniejsze	najważniejsze
nieważne	nieważne	nieważne	nieważne	nieważne	nieważne	nieważne	nieważne	nieważne	nieważne
6,6	3,4	6,4	33,0	8,0	5,8	23,8	0,5	19,0	2,2
4. Ocena własnych umiejętności inwestowania przez inwestorów indywidualnych (proc.)									
bardzo dobre	dobre	średnie	słabe	brak umiejętności	brak danych				
2,0	16,3	52,5	26,7	2,3	0,2				

5. Liczba akcji, z których najczęściej składa się portfel (proc.)			
1 spółka	2-3 spółki	4-7 spółek	8 i więcej spółek
8,1	41,6	38,8	11,4
			brak danych
			0,1
6. Okres, na który najczęściej inwestorzy indywidualni lokują środki w akcje na GPW (proc.)			
stosują daytrading	do tygodnia	do miesiąca	do roku
3,9	4,9	19,4	46,1
			powyżej roku
			25,6
7. Okres, na który najczęściej inwestorzy indywidualni lokują środki w akcje na NewConnect (proc.)			
stosują daytrading	do tygodnia	do miesiąca	do roku
8,0	10,8	23,7	39,3
			powyżej roku
			18,3
8. Inwestorzy indywidualni usredniający cenę zakupu instrumentu finansowego (proc.)			
nie	tak, gdy tracę	tak, gdy zarabiam	nie znam tej metody
35,0	35,4	18,1	21,7
9. Stwierdzenie opisujące postępowanie w przypadku stratnych pozycji (proc.)			
z reguły staram się możliwie szybko zamknąć stratną pozycję	z reguły nie zamykam stratnych pozycji, tylko czekam na odbicie i wzrost inwestycji	trudno powiedzieć	brak danych
25,8	56,3	17,8	0,1
10. Wielkość straty, przy której zamykana jest pozycja (proc.)			
do 5% pozycji	5-10% pozycji	10-20% pozycji	20-50% pozycji
28,1	48,1	20,9	2,7
			ponad 50% pozycji
			0,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2011*, 2011.

Tabela 3
Preferencje inwestycyjne inwestorów indywidualnych według Ogólnopolskiego Badania Inwestorów Indywidualnych 2018

1. Inwestorzy indywidualni, podejmując decyzje inwestycyjne, kierują się (proc.)									
własnymi analizami	własnym wyczuciem	informacjami ze spółek	rekomendacjami domów maklerskich	informacjami publikowanymi w mediach	podpowiedziami na blogach, forach internetowych	podpowiedziami znajomych	inne (w tym mechaniczne systemy transakcyjne)		
61,3	48,1	44,4	31,5	27,0	15,6	4,7	3,5		
2. Największe znaczenie dla inwestorów indywidualnych przy analizie instrumentu finansowego ma (proc.)									
analiza fundamentalna	analiza techniczna	obie metody łącznie	nie potrafię analizować instrumentów	własne analizy	analiza sytuacji spółek	analiza behawioralna	analiza wolumentowa	inne	nie mam zdania
23,3	16,1	49,0	10,3	0,6	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
3. Znaczenie źródeł informacji na temat rynku kapitałowego (proc.)									
gazety	serwisy internetowe	programy telewizyjne	raporty bieżące i okresowe spółek	raporty WWW spółek	raporty i komentarze analityków/blogi	rozgłoszenie radiowe	fora dyskusyjne		
nieważne	nieważne	nieważne	najważniejsze	nieważne	najważniejsze	nieważne	najważniejsze	najważniejsze	nieważne
12,6	2,1	16,7	1,8	5,2	15,6	4,7	32,1	2,2	18,5
9,0	20,1	5,2	41,8	5,2	9,0	2,2	3,7		
4. Ocena własnych umiejętności inwestowania przez inwestorów indywidualnych (proc.)									
bardzo dobre	dobre	średnie	slabe	brak umiejętności					
3,3	30,9	48,7	16,2	0,9					

5. Liczba akcji, z których najczęściej składa się portfel (proc.)			
1 spółka	2-3 spółki	4-7 spółek	8 i więcej spółek
4,1	26,5	47,6	21,8

6. Okres, na który najczęściej inwestorzy indywidualni lokują środki w akcje na GPW (proc.)			
stosując daytrading	do tygodnia	do miesiąca	do roku
	2,7	10,2	43,3
			powyżej roku
4,2			39,5

7. Okres, na który najczęściej inwestorzy indywidualni lokują środki w akcje na NewConnect (proc.)			
stosując daytrading	do tygodnia	do miesiąca	do roku
	6,3	13,7	36,7
			powyżej roku
4,5			38,7

8. Inwestorzy indywidualni uśredniający cenę zakupu instrumentu finansowego poprzez zwiększanie początkowo otwartej pozycji (proc.)			
nie	tak, gdy tracę	tak, gdy zarabiam	
48,3	38,6	23,6	

9. Stwierdzenie opisujące postępowanie w przypadku stratnych pozycji (proc.)			
z reguły staram się możliwie szybko zamknąć stratną pozycję	z reguły nie zamykam stratnych pozycji, tylko czekam na odbicie i wzrost wartości inwestycji		trudno powiedzieć
	23,4	41,5	35,1

10. Najwyższy akceptowalny poziom straty z pojedynczej inwestycji (proc.)			
do 3%	3-5%	5-10%	10-15%
13,5	22,5	32,6	19,5
			powyżej 15%
			11,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2018*, 2018.

2. BEHAVIORALNE ZNIEKSZTAŁCENIA POZNAWCZE W DECYZJACH INWESTORÓW NA RYNKU KAPITAŁOWYM

2.1. Ujęcie teoretyczne

Finanse behawioralne wskazują na istnienie zniekształceń poznawczych, które wpływają na decyzje podejmowane przez inwestorów na rynku kapitałowym. W tabeli 4 przedstawione zostały wybrane zniekształcenia poznawcze, które mogą stanowić przyczynę ich nie do końca racjonalnego zachowania na rynku.

Tabela 4

Wybrane zniekształcenia poznawcze w procesie podejmowania decyzji przez inwestorów na rynku kapitałowym

Zniekształcenia poznawcze	Charakterystyka
Nadmierna pewność siebie	Przypisywanie sobie umiejętności przewidywania przyszłych zdarzeń, np. fluktuacji cen instrumentów finansowych, podejmowania słusznych decyzji inwestycyjnych itp.
Przesadny optymizm	Zawyżanie oceny własnych umiejętności inwestycyjnych, nieadekwatna ocena ryzyka itp.
Iluzja kontroli	Przeświadczenie o wpływie na przyszłe zdarzenia, np. osiągnięcie wyższej stopy zwrotu z inwestycji poprzez samodzielny wybór akcji do portfela.
Efekt wielkości liczb	Przypisywanie szczególnego znaczenia określonym poziomom cenowym, wartościom indeksów itp.
Dostępność informacji	Koncentracja na informacjach, które potwierdzają przyjętą strategię inwestycyjną i podjęte na jej podstawie decyzje.
Heurystyka afektu	Ocenianie sytuacji i zdarzeń przez pryzmat własnych analiz, bazując na subiektywnych ocenach, a nie racjonalnym osądzie.
Konserwatyzm i nadmierne przywiązanie	Opóźniona adaptacja do zmieniających się warunków rynkowych, np. odczytywanie zmiany trendu jako krótkoterminowej korekty.
Mentalne księgowanie	Traktowanie każdej inwestycji oddzielnie, a nie portfela jako całości.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Czerwonka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 98–108.

Nadmierna pewność siebie, która jest wpisana w naturę ludzką⁷, wpływa na ocenę wydarzeń i zjawisk, co może prowadzić do przekonania o własnej nieomyślności. Kierując się przeświadczeniem o wyższości własnych umiejętności inwestycyjnych, inwestorzy mogą przypisywać sobie umiejętność przewidywania przyszłych zdarzeń, np. przyszłych stóp zwrotów z inwestycji na giełdzie⁸. Nierzadko wskazywanym symptomem nadmiernej pewności siebie jest zbyt częste zajmowanie pozycji na rynku kapitałowym, co wiąże się z ponoszeniem wysokich kosztów transakcyjnych⁹. Nadmierna pewność siebie połączona z przesadnym optymizmem przekładać się może na problem z przyznaniem się do porażki i przykładowo zwlekaniem z ostatecznym zamknięciem stratnej pozycji.

Nieobiektywna ocena umiejętności inwestycyjnych może również mieć źródło w iluzji kontroli. Przejawia się ona przekonaniem o możliwości kontrowania zdarzeń, których kontrolować się nie da¹⁰. Przeświadczenie o wysokich umiejętnościach i zwiększeniu zysków z inwestycji poprzez samodzielną selekcję akcji do portfela inwestycyjnego może pojawić się na przykład po przeprowadzeniu kilku zyskownych transakcji giełdowych. W literaturze iluzja kontroli często jest traktowana jako część zjawiska nadmiernej pewności siebie¹¹.

Iluzja kontroli powiązana jest z dostępnością informacji, którą właściwie należałoby określić jako selektywny odbiór oraz interpretację informacji. Polega na koncentrowaniu się inwestorów na informacjach, które potwierdzają przyjętą strategię inwestycyjną i podjęte na ich podstawie decyzje zwłaszcza na rozpowszechnionych informacjach, którym przypisywana jest większa wiarygodność niż tym trudniej dostępnym. W pułapkę życzeniowego interpretowania napływających z rynku informacji mogą łatwo wpadać szczególnie inwestorzy kierujący się nadmierną pewnością siebie oraz przesadnym optymizmem. W ramach tego zniekształcenia poznawczego inwestorzy mogą w decyzjach opierać się na osobistym stosunku czy związku z firmą, której

⁷ B. Żurawik, *Irracjonalność zachowań inwestorów giełdowych*, „Zarządzanie i Finanse” 2012, R. 10, nr 2, cz. 2, s. 213.

⁸ K. Daniel, D. Hirshleifer, *Overconfident Investors, Predictable Returns, and Excessive Trading*, „Journal of Economic Perspectives” 2015, Vol. 29, No. 4, s. 62.

⁹ M. Czerwonka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2012, s. 99.

¹⁰ J.R. Norfingier, *Psychologia inwestowania*, wyd. 4, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2011, s. 46.

¹¹ M. Czupryna, E. Kubińska, Ł. Markiewicz, *Can Conjugate Prior Probability Explain the Illusion of Control?*, „Decyzje” 2018, czerwiec, nr 29, s. 89.

akcje są nabywane. Takie postępowanie wynika z przeciążenia informacjami, któremu poddani są uczestnicy rynku kapitałowego¹².

W wymienione zniekształcenia poznawcze wpisuje się również heurystyka afektu. Prowadzi ona do koncentracji na subiektywnych odczuciach kosztem racjonalnej, obiektywnej oceny sytuacji. Inwestorzy, podejmując decyzje inwestycyjne w sytuacji braku czasu, dokonują wyboru, opierając się na własnych przekonaniach, opiniach, przeczeniach czy nawet stereotypach. Posługiwanie się skrótami myślowymi może doprowadzić do tego, że decyzje dotyczące akcji określonych przedsiębiorstw mogą być podejmowane na podstawie ich usłyszanej nazwy, a nie analizy¹³.

W odniesieniu do efektu wielkości liczb wspomniane są koncepcje względnej ceny akcji oraz liczb okrągłych¹⁴. Inwestorzy mają tendencję do nadawania szczególnego znaczenia określonym cenom akcji lub wartościom indeksów, mimo że z punktu widzenia racjonalnej oceny liczby te mają takie samo znaczenie jak wszystkie inne. Psychologiczne znaczenie pewnych poziomów cenowych czy wartości liczbowych jest wskazywane zwłaszcza w analizie technicznej, z której korzysta wielu inwestorów. Efekt wielkości liczb odnoszący się do analizy technicznej należy tłumaczyć tym, że może mieć ona charakter „samospełniającej się przepowiedni, gdy wystarczająco duża grupa inwestorów posługuje się nią i podąża za jej sygnałami”¹⁵.

Konserwatyzm i nadmierne przywiązanie może być przyczyną opóźnionej adaptacji do zmieniających się warunków rynkowych, np. odczytywania zmiany długoterminowego trendu jako krótkoterminowej korekty. Wpisuje się w to niechęć do zamknięcia stratnej pozycji, którą można interpretować jako swoistą reakcję obronną przed negatywnymi emocjami związanymi z poniesioną stratą. Na podejmowane decyzje inwestycyjne wpływają więc oprócz zwyczajowo wspomnianych strachu i chciwości¹⁶ również żal i rozczarowanie^{17, 18}. W rzeczywistości dość często można zaobserwować sytuację

¹² *Eidem, The Illusion of Control and Information Overload Within Bayesian Updating Framework*, „Psychologia Ekonomiczna” 2017, nr 12, s. 6.

¹³ M. Statman, K.L. Fisher, D. Anginer, *Affect in a Behavioral Asset-Pricing Model*, „Financial Analysts Journal” 2008, Vol. 64, No. 2, s. 20.

¹⁴ M. Czerwonka, B. Gorlewski, *op. cit.*, s. 101–102.

¹⁵ E. Kubińska, M. Czupryna, Ł. Markiewicz, J. Czekaj, *Technical Analysis as a Rational Tool of Decision Making for Professional Traders*, „Emerging Markets Finance and Trade” 2016, Vol. 52, s. 2757.

¹⁶ M.J. Pring, *Psychologia inwestowania*, wyd. 2, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 36.

¹⁷ K. Borkowski, *Finanse behawioralne. Modele*, Difin, Warszawa 2014, s. 24–25.

¹⁸ Choć należy zaznaczyć, że wskazane w tym miejscu emocje nie wyczerpują oczywiście listy tych wpływających na decyzje inwestorów na rynku kapitałowym.

odwrotną. Na przykład większość inwestorów zgodnie z teorią perspektywy, którą wywodzić należy od pracy Kahnemana i Tversky'ego¹⁹, ma skłonność do częstszego uśredniania ceny zakupionego instrumentu finansowego w sytuacji straty, niż zysku²⁰.

Z kolei mentalne księgowanie, które do literatury wprowadził Thaler²¹, uwidacznia się w traktowaniu każdej inwestycji w portfelu oddzielnie, a nie portfela jako całości. Zamknięcie inwestycji przynoszących stratę jest często wstrzymywane w oczekiwaniu na odwrócenie tendencji rynkowych. Powstrzymuje to inwestorów przed właściwym szacowaniem kosztu alternatywnego²². Zamknięcie stratnej pozycji i ulokowanie kapitału w inny, bardziej opłacalny sposób może przynieść większe korzyści z punktu widzenia maksymalizacji stopy zwrotu całego portfela niż czekanie na odbicie rynku. Implikuje to niższą zyskowość całego portfela inwestycyjnego. W tym kontekście w literaturze opisywany jest wynikający z awersji do ryzyka efekt dyspozycji, zgodnie z którym inwestorzy mają tendencję do sprzedawania akcji, które zyskują zbyt szybko, oraz przetrzymywania w portfelu zbyt długo akcji, których cena się obniża²³.

2.2. Decyzje inwestycyjne inwestorów indywidualnych na GPW w Warszawie

Przedstawione w tabeli 4 zniekształcenia poznawcze nie wyczerpują listy czynników o charakterze behawioralnym, które są rozpatrywane jako determinujące decyzje inwestorów na rynku kapitałowym. Przykładowo Zielińska i Ostrowska, przedstawiając behawioralne uwarunkowania decyzji inwestycyjnych według skłonności inwestora, wyodrębniły grupy uwarunkowań o charakterze poznawczym i motywacyjnym²⁴. W przekonaniu autora wpływ

¹⁹ D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect Theory: an analysis of decision under risk*, „Econometrica” 1979, Vol. 47, No. 2, s. 263–292.

²⁰ M. Fuksiewicz, *Nieracjonalne zachowania inwestorów na rynkach kapitałowych w ujęciu teoretycznym*, „Przedsiębiorstwo i Region” 2018, nr 10, s. 19.

²¹ R.H. Thaler, *Towards a positive theory of consumer choice*, „Journal of Economic Behavior and Organization” 1980, No. 1, s. 39–60.

²² R.L. Hagin, *Investment Management. Portfolio Diversification, Risk and Timing-Fact and Fiction*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2004, s. 153–154.

²³ H. Shefrin, M. Statman, *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, „The Journal of Finance” 1985, Vol. XL, No. 3.

²⁴ E. Zielińska, E. Ostrowska, *Uwarunkowania behawioralne decyzji inwestycyjnych*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, R. 11, nr 2, cz. 4, s. 490.

przedstawionych w tabeli 4 zniekształceń na decyzje inwestycyjne podejmowane przez inwestorów indywidualnych można jednak odnieść do wyników badania OBI z 2018 roku.

Większość inwestorów indywidualnych, którzy wzięli udział w badaniu OBI z 2018 roku, kierowała się własnymi analizami (61,3%), a blisko połowa własnym wyczuciem (48,1%). Wyraźnie mniejsze grono inwestorów kierowało się informacjami ze spółek, rekomendacjami domów maklerskich, informacjami pojawiającymi się w mediach itd. W największym stopniu wyniki te należy wiązać z nadmierną pewnością siebie, przesadnym optymizmem i iluzją kontroli, przedstawionymi w tabeli 4. Z kolei 88,4% inwestorów indywidualnych zgodnie z tabelą 3 przy analizie instrumentu finansowego kierowało się analizą fundamentalną lub techniczną, bądź obiema tymi metodami łącznie. Analiza techniczna przywiązuje wagę do znaczenia określonych poziomów liczbowych, co można traktować jako pewne odzwierciedlenie efektu wielkości liczb. Z samej analizy technicznej korzystało mniej inwestorów indywidualnych (16,1%) niż z analizy fundamentalnej (23,3%).

O nadmiernej pewności siebie oraz przekonaniu o posiadaniu ponadprzeciętnych umiejętności inwestycyjnych może świadczyć nie tylko samoocena własnych umiejętności, ale również, jak zostało to już wspomniane, wyższa częstotliwość zawierania transakcji na rynku kapitałowym²⁵. Badanie OBI z 2018 roku wykazało, że 30,9% ankietowanych inwestorów indywidualnych oceniało własne umiejętności inwestycyjne jako dobre, a 3,3% jako bardzo dobre. Wyniki ankiety odnoszące się do horyzontu czasowego inwestycji na GPW i na rynku NewConnect są dość zbliżone. Daytrading²⁶ stosowało odpowiednio 4,2% oraz 4,5% inwestorów. Okres lokowania kapitału do jednego roku na GPW wybrało 43,3%, na NewConnect 36,7%, a powyżej roku 39,5% i 38,7% respondentów.

Ważna informacja na temat zachowania inwestorów indywidualnych wynika z rezultatów dotyczących postępowania w razie pojawiających się strat. 41,5% spośród respondentów, którzy udzielili odpowiedzi na pytanie 9 w tabeli 3, czekało na odbicie i wzrost wartości inwestycji. Szybko zamknąć

²⁵ Ł. Markiewicz, E.U. Weber, *DOSPERSITY'S Gambling Risk-Taking Propensity Scale Predicts Excessive Stock Trading*, „The Journal of Behavioral Finance” 2013, Vol. 14, s. 65–78.

²⁶ Strategia inwestowania na rynku kapitałowym w krótkim horyzoncie czasowym, polegająca na otwieraniu oraz zamykaniu pozycji (nierzadko wielokrotnie) w ciągu jednego dnia.

stratną pozycję starało się 23,4% ankietowanych inwestorów. Akceptowany poziom straty z pojedynczej inwestycji do poziomu 3% wskazało 13,5% ankietowanych. Największy odsetek inwestorów indywidualnych (32,6%) jako maksymalny dopuszczalny poziom straty określił przedział między 5 a 10%. Stratę powyżej 15% dopuszczało 11,9% inwestorów. Uśrednianie ceny zakupu instrumentu finansowego poprzez zwiększanie pozycji stosowało 38,6% inwestorów w przypadku strat oraz 23,6% w przypadku zysków. Stanowi to potwierdzenie wspomnianego wcześniej podejścia inwestorów do uśredniania ceny zakupu instrumentu finansowego, zgodnie z teorią perspektywy. Niechętnie zamykanie stratnych pozycji oraz powiększanie ich przez zakup tego samego instrumentu finansowego, gdy jego cena spada, można traktować jako problem z przyznaniem się do błędu. Może stanowić to również potwierdzenie nadmiernego przywiązania do papierów wartościowych konkretnych spółek oraz świadczyć o mentalnym księgowaniu.

3. CHARAKTERYSTYKA SPOŁECZNO-DEMOGRAFICZNA A DECYZJE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Liczne badania wskazywały, że charakterystyka społeczno-demograficzna respondentów może przekładać się na wykazywane zachowanie na rynku kapitałowym²⁷. Żurawik zaznaczyła, że na interpretację bodźców trafiających do inwestorów „mają wpływ czynniki, takie jak np. indywidualne zdolności, doświadczenie, osobowość, wiek, wykształcenie, inteligencja, a nawet nastroj”²⁸. Kierując się tym podejściem, autor przedstawił wyniki badania OBI z 2018 roku, uwzględniając podział respondentów na grupy ze względu na płeć, wiek, wykształcenie, wielkość miejscowości zamieszkania, wartość portfela oraz staż inwestycyjny na rynku kapitałowym. Prezentują je tabele 5, 6 i 7. Autor podjął próbę określenia głównych preferencji poszczególnych grup inwestorów odnośnie do podejścia do ryzyka, wyboru horyzontu inwestycyjnego oraz zaufania własnym umiejętnościom inwestycyjnym.

²⁷ A. Cabak, *Badanie nadmiernej pewności siebie oraz preferencji ryzyka wśród profesjonalnych i nieprofesjonalnych uczestników rynku wraz z próbą wskazania powiązań badanych fenomenów*, „Psychologia Ekonomiczna” 2013, nr 4, s. 22–43.

²⁸ B. Żurawik, *op. cit.*, s. 206.

Tabela 5
 Wyniki Ogólnopolskiego Badania Inwestorów Indywidualnych 2018 według grup społeczno-demograficznych inwestorów,
 część 1

	1. Inwestorzy indywidualni, podejmując decyzje inwestycyjne, kierują się (proc.)				2. Największe znaczenie dla inwestorów indywidualnych przy analizie instrumentu finansowego ma (proc.)			
	własnymi analizami	własnym wyczcuciem	informacjami ze spółek	analiza fundamentalna	analiza techniczna	obie metody łącznie	własne analizy	
Płeć	mężczyzna	65,1	48,3	46,6	24,9	16,9	47,4	0,6
	kobieta	38,3	46,9	31,0	13,5	10,8	58,7	0,5
Wiek	18–25 lat	86,7	56,5	61,2	35,7	11,4	42,7	1,6
	26–35 lat	74,1	51,2	53,8	29,7	15,3	43,6	0,8
	36–45 lat	55,2	47,3	39,1	22,3	18,1	49,1	0,4
	46–55 lat	50,9	42,5	34,9	17,7	17,1	55,2	0,4
	56 lat i więcej	54,2	48,1	44,5	15,5	13,5	53,2	0,6
Wykształcenie	podstawowe	57,1	33,3	42,9	33,3	4,8	52,4	0,0
	zawodowe	62,5	50,0	37,5	17,5	20,0	42,5	0,0
	średnie	66,5	51,9	45,7	19,2	18,6	44,9	0,9
	miejscpe wyższe	56,5	46,5	41,5	23,5	18,8	46,8	0,0
	wyższe ekonomiczne (finansowe)	52,6	47,4	39,7	24,0	14,1	55,4	0,7
	wyższe inne (w tym licencjat)	68,8	48,1	49,1	23,8	16,5	45,2	0,6

Tabela 5 (cd.)

Miejscowość zamieszkania	Warszawa	45,4	49,7	32,0	21,5	12,1	57,7	0,6	
	miasto >500 tys. mieszkańców	71,2	49,4	51,9	26,6	17,2	43,8	0,8	
	miasto 100–500 tys. mieszkańców	68,4	44,4	49,0	22,8	19,0	44,9	0,1	
	miasto <100 tys. mieszkańców	65,5	47,9	51,6	21,8	17,6	46,6	0,7	
Wartość portfela	wieś	74,9	47,8	48,9	27,7	18,7	41,9	0,8	
	do 10 tys. zł	76,2	56,6	44,8	23,8	21,2	41,8	0,6	
	10–30 tys. zł	72,4	50,8	55,0	29,5	18,2	39,8	0,6	
	30–50 tys. zł	37,6	52,7	29,4	19,5	15,3	55,5	0,4	
	50–100 tys. zł	56,3	44,3	46,5	19,4	16,4	49,6	0,6	
	100–500 tys. zł	71,0	44,0	50,9	25,7	14,5	50,7	0,7	
	powyżej 500 tys. zł	64,9	41,3	51,9	29,3	12,5	48,1	0,5	
	odmowa odpowiedzi	62,2	41,7	38,7	20,0	12,1	55,0	0,7	
	Staż inwestycyjny na rynku kapitałowym	5 lat i krócej	64,5	48,3	47,7	27,8	16,1	43,4	0,7
		6–10 lat	52,8	48,3	38,6	21,2	16,9	50,4	0,3
11–15 lat		62,4	47,1	40,1	19,1	17,5	51,7	0,5	
16 lat i więcej		68,4	48,0	51,0	21,0	13,5	56,1	0,9	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2018*, 2018.

Tabela 6

Wyniki Ogólnopolskiego Badania Inwestorów Indywidualnych 2018 według grup społeczno-demograficznych inwestorów,
część 2

		4. Okres, na który najczęściej inwestorzy indywidualni lokują środki w akcje na GPW (proc.)		5. Okres, na który najczęściej inwestorzy indywidualni lokują środki w akcje na NewConnect (proc.)		
		stosując daytrading	do roku	stosując daytrading	do roku	
Płeć	mężczyzna	4,5	40,4	41,9	36,6	39,6
	kobieta	2,3	61,3	24,8	38,6	26,3
Wiek	18–25 lat	2,7	33,3	36,1	30,5	32,9
	26–35 lat	2,0	37,8	46,3	38,0	37,5
	36–45 lat	3,0	48,8	36,7	35,8	43,4
	46–55 lat	9,4	48,0	31,8	40,4	39,5
	56 lat i więcej	4,5	40,1	45,1	35,2	36,3
Wykształcenie	podstawowe	25,0	31,3	18,8	25,0	0,0
	zawodowe	3,3	30,0	40,0	40,0	30,0
	średnie	4,1	36,3	42,8	30,0	40,0
	niepełne wyższe	8,5	43,4	30,5	34,2	38,0
	wyższe ekonomiczne (finansowe)	5,2	53,1	31,0	40,3	39,9
	wyższe inne (w tym licencjat)	2,1	37,3	48,3	37,2	38,4

Tabela 6 (cd.)

	Warszawa	6,7	58,7	24,9	7,1	40,4	35,5
	miasto >500 tys. mieszkańców	2,6	34,1	46,6	3,8	33,2	43,6
Miejscowość zamieszkania	miasto 100–500 tys. mieszkańców	2,2	38,7	47,3	4,9	39,5	34,6
	miasto <100 tys. mieszkańców	2,5	35,1	48,1	3,4	36,0	43,3
	wieś	5,6	29,3	47,7	2,9	34,0	34,0
	do 10 tys. zł	4,4	35,6	37,2	7,1	37,8	22,8
	10–30 tys. zł	2,1	43,9	39,2	2,9	41,6	30,6
	30–50 tys. zł	1,5	67,4	20,8	6,1	30,6	42,9
Wartość portfela	50–100 tys. zł	2,4	46,4	39,5	4,2	38,7	37,3
	100–500 tys. zł	4,3	32,5	53,4	2,5	35,7	47,2
	powyżej 500 tys. zł	4,1	24,3	63,9	3,8	38,5	55,8
	odmowa odpowiedzi	17,3	23,0	44,7	8,7	29,0	47,8
Staż inwestycyjny na rynku kapitałowym	5 lat i krócej	2,3	40,6	38,0	4,2	37,6	32,6
	6–10 lat	2,8	50,9	35,9	3,8	38,1	42,9
	11–15 lat	7,0	42,8	41,4	7,4	28,4	48,4
	16 lat i więcej	7,8	36,5	46,5	4,6	37,9	43,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2018*, 2018.

Tabela 7
Wyniki Ogólnopolskiego Badania Inwestorów Indywidualnych 2018 według grup społeczno-demograficznych inwestorów,
część 3

	1. Stwierdzenie opisujące postępowanie w przypadku stratnych pozycji (proc.)			2. Najwyższy akceptowalny poziom straty z pojedynczej inwestycji (proc.)					3. Inwestorzy indywidualni uśredniający cenę zakupu instrumentu finansowego poprzez zwiększanie początkowo otwartej pozycji (proc.)			
	z reguły starają się możliwie szybko zamknąć stratną pozycję	z reguły nie zamykają stratnych pozycji, tylko czekają na odbicie i wzrost wartości inwestycji	trudno powiedzieć	do 3%	3-5%	5-10%	10-15%	powyżej 15%	nie	tak, gdy tracę	tak, gdy zarabiam	
Płeć	mężczyzna	23,8	43,6	32,7	13,2	22,8	31,1	20,6	12,3	45,7	40,7	25,3
	kobieta	20,9	29,1	50,0	16,1	20,3	42,4	11,9	9,3	64,4	25,6	13,7
Wiek	18-25 lat	22,7	54,1	23,1	13,8	22,4	31,0	19,0	13,8	44,7	38,4	31,0
	26-35 lat	24,8	49,3	25,9	16,2	18,8	27,1	25,2	12,8	42,3	45,3	28,7
	36-45 lat	23,0	37,2	39,8	13,3	24,1	36,1	13,9	12,6	49,4	38,3	22,1
	46-55 lat	22,1	31,4	46,5	11,8	23,0	36,5	18,5	10,1	51,0	35,2	20,4
	56 lat i więcej	23,5	45,3	31,2	10,9	25,8	31,3	21,9	10,2	55,3	31,2	18,7
Wykształcenie	podstawowe	28,6	38,1	33,3	16,7	50,0	16,7	0,0	16,7	33,3	28,6	52,4
	zawodowe	30,0	42,5	27,5	0,0	33,3	41,7	8,3	16,7	37,5	50,0	15,0
	średnie	21,6	47,6	30,8	16,5	26,2	30,1	15,5	11,7	40,0	46,2	25,0
	niepełne wyższe	23,5	36,8	39,8	15,6	28,1	30,2	16,7	9,4	44,0	37,3	28,3
	wyższe ekonomiczne (finansowe)	24,3	30,1	45,6	13,7	22,5	34,2	19,0	10,5	55,1	33,3	19,9
	wyższe inne (w tym licencjat)	22,8	51,0	26,2	12,3	19,2	32,3	22,5	13,7	46,4	41,2	25,2

Tabela 7 (cd.)

Miejscowość zamieszkania	Warszawa	20,0	26,0	54,0	10,9	22,6	39,1	16,2	11,3	60,4	29,4	18,3
	miasto >500 tys. mieszkańców	24,9	51,4	23,7	13,8	24,9	26,5	24,3	10,5	42,7	42,8	27,4
	miasto 100–500 tys. mieszkańców	25,4	46,2	28,4	15,1	20,1	28,6	21,6	14,6	41,2	43,4	27,9
	miasto <100 tys. mieszkańców	25,2	50,7	24,1	12,6	19,5	35,3	21,6	11,1	42,6	42,8	24,1
Wartość portfela	wieś	24,3	48,3	27,4	19,3	29,5	28,4	10,2	12,5	43,6	43,9	24,9
	do 10 tys. zł	27,5	47,5	25,1	23,5	28,7	24,3	12,5	11,0	54,9	32,1	20,2
	10–30 tys. zł	21,6	51,8	26,6	12,6	23,0	31,1	21,5	11,9	45,6	44,7	23,1
	30–50 tys. zł	22,3	25,7	52,0	9,6	25,4	42,9	16,9	5,1	62,5	28,5	15,0
	50–100 tys. zł	24,0	42,2	33,8	11,4	20,5	36,7	18,7	12,7	45,3	41,3	24,7
	100–500 tys. zł	23,3	48,7	28,0	11,4	14,5	29,5	27,1	17,5	37,1	46,7	31,5
	powyżej 500 tys. zł	26,4	49,5	24,0	14,5	18,2	25,5	27,3	14,5	44,7	38,0	29,3
	odmowa odpowiedzi	20,7	32,2	47,1	14,6	28,1	29,2	14,6	13,5	43,4	38,5	27,0
Staż inwestycyjny na rynku kapitałowym	5 lat i krócej	23,0	48,0	29,1	15,7	22,3	30,0	20,5	11,6	41,4	42,5	28,4
	6–10 lat	22,7	37,9	39,4	14,0	22,7	36,7	17,6	9,0	54,1	34,9	19,6
	11–15 lat	24,2	34,0	41,7	13,1	19,7	37,2	16,8	13,1	50,8	38,7	21,6
	16 lat i więcej	24,6	40,3	35,0	8,7	25,0	27,3	22,7	16,3	50,9	36,7	22,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2018*, 2018.

Wyniki ankietowego badania OBI z 2018 roku dowodzą, że na GPW więcej mężczyzn (4,5%), a na rynku NewConnect więcej kobiet (5,3%) stosowało daytrading. Z kolei większy odsetek mężczyzn inwestował środki na okres powyżej jednego roku w obydwu przypadkach. Mężczyźni częściej (12,3%) akceptowali poziom straty z jednej pozycji powyżej 10% oraz relatywnie więcej mężczyzn czekało na odbicie i wzrost wartości inwestycji (43,6%). Ponadto mężczyźni stosunkowo częściej uśredniali cenę zakupu instrumentu finansowego zarówno w sytuacji straty (40,7%), jak i zysku (25,3%). Można więc pokusić się o konkluzję, że mężczyźni preferowali bardziej ryzykowne podejście do inwestycji na rynku kapitałowym. Warto zaznaczyć, że choć mężczyźni częściej kierowali się własnymi analizami (65,1%), a nawet własnym wyczuciem (48,3%), to jednak więcej kobiet oceniało swoje umiejętności inwestycyjne jako bardzo dobre (4,3%) i dobre (44,0%). Spotykana dość często w literaturze opinia, że mężczyźni na rynku kapitałowym wykazują się większą pewnością siebie²⁹, z tej perspektywy nie znajduje jednoznacznego potwierdzenia wśród polskich inwestorów indywidualnych.

Respondenci w wieku 18–25 oraz 26–35 lat częściej (odpowiednio 54,1% i 49,3%), niż starsi ankietowani nie zamykali stratnych pozycji, lecz czekali na wzrost wartości inwestycji. Ponadto nieco większa część inwestorów przyporządkowanych do trzech pierwszych grup wiekowych akceptowała straty powyżej 15% z pojedynczej inwestycji. Na tej podstawie można by wyciągać wnioski o nieco wyższym poziomie ryzyka akceptowanym przez młodszych inwestorów. Niewielkie różnice rezultatów badania OBI z 2018 roku w poszczególnych grupach wiekowych nakazują jednak ostrożne podejście do takich konstatacji. Rezultaty te można łączyć z założeniem, że młodszy inwestorzy to zasadniczo osoby o niewielkim doświadczeniu. Co ciekawe, najmłodszy z nich, podejmując decyzje inwestycyjne, najczęściej jednak kierowali się własnymi analizami (86,7%).

Jeśli chodzi o podział ankietowanych ze względu na wykształcenie, na uwagę zasługuje fakt, że stosunkowo duży odsetek osób z wykształceniem podstawowym (25,0%) oraz średnim (7,5%) w porównaniu do pozostałych grup wskazywał na stosowanie daytradingu, odpowiednio na GPW i rynku NewConnect. Inwestorzy bez wyższego wykształcenia relatywnie częściej stosowali też uśrednianie cen instrumentów finansowych, zwłaszcza w przypadku strat. Z drugiej jednak strony wyższy odsetek osób z podstawowym (28,6%) i zawodowym (30,0%) wykształceniem niż w pozostałych grupach deklarował szybkie zamykanie pojawiających się strat.

²⁹ K. Opolski, T. Potocki, T. Świśt, *Teorie inwestycyjne w zarządzaniu bogactwem na przykładzie instytucji Wealth Management*, „Bank i Kredyt” 2010, nr 41(5), s. 84.

Informacje przedstawione w tabelach 5, 6 oraz 7 wskazują na występowanie kilku różnic pomiędzy ankietowanymi zamieszkującymi w Warszawie i pozostałych miejscowościach. Warszawiacy częściej niż mieszkańcy mniejszych miejscowości oceniali swoje umiejętności inwestycyjne jako bardzo dobre (4,5%) lub dobre (49,7%). Większy odsetek mieszkańców stolicy, którzy uczestniczyli w badaniu OBI z 2018 roku, wskazał na stosowanie daytradingu (6,7% i 7,1%) oraz horyzontu inwestycyjnego do jednego roku (58,7% i 40,4%), odpowiednio na GPW i NewConnect. Inwestorzy mieszkający w Warszawie rzadziej od pozostałych uśredniali ceny instrumentów finansowych w sytuacji straty (29,4%) i zysku (18,3%).

Inwestorzy dysponujący portfelem o najmniejszej wartości najczęściej kierowali się własnymi analizami (76,2%) oraz własnym wyczuciem (56,6%). Dominowali również, jeśli chodzi o stosowanie daytradingu na GPW (4,4%) i na rynku NewConnect (7,1%). Wskazywali także najczęściej na możliwie szybkie zamykanie stratnej pozycji (27,5%) oraz najczęściej akceptowali najniższy poziom straty z pojedynczej inwestycji, do 3% (23,5%). W tych dwóch ostatnich rezultatach można doszukiwać się nastawienia na ochronę kapitału, które w przypadku inwestorów dysponujących portfelem do 10 tys. zł jest zrozumiałe. Z kolei inwestorzy dysponujący największym kapitałem, powyżej 500 tys. zł, częściej niż pozostali oceniali swoje umiejętności inwestycyjne jako bardzo dobre (9,6%). Horyzont inwestycyjny ponad połowy z nich zarówno na GPW, jak i na NewConnect przekraczał jeden rok (63,9% i 55,8%). To, że najbardziej przywiązani do dokonanych lokat kapitału byli inwestorzy dysponujący największym kapitałem, świadczyć może o przyjętej strategii inwestycyjnej. Tym bardziej że właśnie portfele inwestorów z tej grupy najczęściej (50,6%) cechowały się najwyższym poziomem dywersyfikacji, tzn. składały się z walorów 8 lub więcej spółek. W tym kontekście interpretację uzyskanych wyników jako przejawu zniekształcenia poznawczego odpowiadającego za opóźnioną adaptację do zmieniających się warunków rynkowych można by uznać za zbyt daleko idącą.

Zgodnie z wynikami badania OBI 68,4% osób z co najmniej 16-letnim doświadczeniem kierowało się własnymi analizami, a 56,1% analizą fundamentalną i techniczną zarazem. W tej grupie stosunkowo najwięcej również było wskazań bardzo dobrych (4,6%) w samoocenie umiejętności inwestycyjnych. Daytrading jako strategię lokaty kapitału na GPW najczęściej stosowali inwestorzy z najdłuższym doświadczeniem (7,8%), a na rynku NewConnect ankietowani ze stażem inwestycyjnym wynoszącym od 11 do 15 lat (7,4%). Wśród inwestorów z najdłuższym stażem zanotowano najwyższy odsetek (razem 39,0%) osób akceptujących straty powyżej 10% z jednej inwestycji. Uśrednianie ceny instrumentów finansowych w przypadku straty (42,5%)

i zysku (28,4%) było z kolei domeną ankietowanych najkrócej lokujących kapitał na giełdzie. Różnica w strategii inwestycyjnej z uwagi na doświadczenie jest widoczna w przypadku postępowania ze stratnymi pozycjami. Inwestorzy z doświadczeniem nieprzekraczającym 5 lat najczęściej (48,0%) zdecydowali się na niezamykanie takich pozycji i oczekiwanie na odbicie rynku. Ankietowani, którzy mogli pochwalić się co najmniej 16-letnim doświadczeniem na rynku kapitałowym, częściej niż pozostali (24,6%) zdecydowali się na możliwie szybkie zamknięcie takiej pozycji.

PODSUMOWANIE

Przeprowadzona analiza wyników badania OBI z 2018 roku pozwala na wysunięcie kilku generalnych wniosków na temat preferencji inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym dotyczących podejścia do ryzyka, okresu inwestycji oraz ufności we własne umiejętności inwestycyjne:

1. Ponad połowa inwestorów indywidualnych, podejmując decyzje inwestycyjne, kierowała się własnymi analizami, a blisko połowa własnym wyczuciem.
2. Większa część inwestorów indywidualnych uśredniała cenę zakupu instrumentu finansowego w sytuacji ponoszonej straty niż zysku.
3. Inwestorzy indywidualni dysponujący portfelem inwestycyjnym o największej wartości (powyżej 500 tys. zł), zarówno na GPW, jak i na rynku New-Connect najczęściej lokowali środki finansowe na dłużej niż jeden rok.
4. Inwestorzy indywidualni dysponujący portfelem inwestycyjnym o najmniejszej wartości (do 10 tys. zł) najczęściej starali się szybko zamykać stratne pozycje oraz najczęściej wskazywali najniższy (do 3%) poziom akceptowalnej straty.

BIBLIOGRAFIA

- Borkowski K., *Finanse behawioralne. Modele*, Difin S.A., Warszawa 2014.
- Brzezicka J., Wiśniewski R., *Homo Oeconomicus and Behavioral Finance*, „Contemporary Economics” 2014, t. 8, nr 4.
- Cabak A., *Badanie nadmiernej pewności siebie oraz preferencji ryzyka wśród profesjonalnych i nieprofesjonalnych uczestników rynku wraz z próbą wskazania powiązań badanych fenomenów*, „Psychologia Ekonomiczna” 2013, nr 4.
- Czerwonka M., Gorlewski B., *Finanse behawioralne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.

- Czupryna M., Kubińska E., Markiewicz Ł., *Can Conjugate Prior Probability Explain the Illusion of Control?*, „Decyzje” 2018, czerwiec, nr 29.
- Daniel K., Hirshleifer D., *Overconfident Investors, Predictable Returns, and Excessive Trading*, „Journal of Economic Perspectives” 2015, Vol. 29, No. 4.
- Fuksiewicz M., *Nieracjonalne zachowania inwestorów na rynkach kapitałowych w ujęciu teoretycznym*, „Przedsiębiorstwo i Region” 2018, nr 10.
- Hagin R.L., *Investment Management. Portfolio Diversification, Risk and Timing-Fact and Fiction*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2004.
- Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk*, „Econometrica” 1979, Vol. 47, No. 2.
- Kubińska E., Czupryna M., Markiewicz Ł., *The Illusion of Control and Information Overload Within Bayesian Updating Framework*, „Psychologia Ekonomiczna” 2017, nr 12.
- Kubińska E., Czupryna M., Markiewicz Ł., Czekaj J., *Technical Analysis as a Rational Tool of Decision Making for Professional Traders*, „Emerging Markets Finance and Trade” 2016, 52.
- Markiewicz Ł., Weber E.U., *DOSPERSY’S Gambling Risk-Taking Propensity Scale Predicts Excessive Stock Trading*, „The Journal of Behavioral Finance” 2013, Vol. 14.
- Mikołajek-Gocejna M., *Heuristic. Psychological Aspects of Decision-Making on Capital Market*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2017 (89), nr 5, cz. 2.
- Norfinger J.R., *Psychologia inwestowania*, wyd. 4, Helion, Gliwice 2011.
- Opolski K., Potocki T., Świst T., *Teorie inwestycyjne w zarządzaniu bogactwem na przykładzie instytucji Wealth Management*, „Bank i Kredyt” 2010, nr 41(5).
- Pring M.J., *Psychologia inwestowania*, wyd. 2, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Shefrin H., Statman M., *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, „The Journal of Finance” 1985, Vol. XL, No. 3.
- Statman M., Fisher K.L., Anginer D., *Affect in a Behavioral Asset-Pricing Model*, „Financial Analysts Journal” 2008, Vol. 64, No. 2.
- Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2011*, 2011, dostęp 23.07.2019.
- Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2018*, 2018, dostęp 29.04.2019.
- Thaler R.H., *Towards a positive theory of consumer choice*, „Journal of Economic Behavior and Organization” 1980, No. 1.

- Udział inwestorów w obrotach giełdowych – dane zagregowane 2004–2018*, GPW w Warszawie, <https://www.gpw.pl/analizy>, dostęp 7.08.2019.
- Zielińska E., Ostrowska E., *Uwarunkowania behawioralne decyzji inwestycyjnych*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, R. 11, nr 2, cz. 4.
- Żurawik B., *Irracjonalność zachowań inwestorów giełdowych*, „Zarządzanie i Finanse” 2012, R. 10, nr 2, cz. 2.

WYBRANE ASPEKTY DECYZJI INWESTYCYJNYCH INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH NA RYNKU KAPITAŁOWYM W ŚWIETLE ELEMENTÓW TEORII FINANSÓW BEHAWIORALNYCH

Streszczenie

Artykuł porusza kwestię behawioralnych aspektów podejmowania decyzji przez inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym. Na podstawie przeprowadzonej przez autora analizy wyników Ogólnopolskiego Badania Inwestorów z roku 2011 i 2018 zrealizowane zostały sformułowane wcześniej cele badawcze: (1) przedstawienie zmian preferencji inwestycyjnych inwestorów indywidualnych na GPW w Warszawie w roku 2011 i 2018, (2) przeprowadzenie analizy wyników badania ankietowego inwestorów indywidualnych w kontekście wybranych zniekształceń poznawczych wskazywanych przez teorię finansów behawioralnych, (3) określenie głównych prawidłowości dotyczących preferencji inwestorów indywidualnych na polskim rynku kapitałowym odnośnie podejścia do ryzyka, okresu inwestycji oraz ufności we własne umiejętności inwestycyjne. Pozwoliło to na sformułowanie następujących wniosków:

1. Większość inwestorów indywidualnych podejmując decyzje inwestycyjne kieruje się własnymi analizami, bądź własnym przecuciami.
2. Stosowanie strategii uśredniania ceny zakupu instrumentu finansowego może być uzależnione od tego, czy dotyczy ona sytuacji straty, czy zysku.
3. Wielkość kapitału, którym dysponują inwestorzy indywidualni może determinować zarówno obierany horyzont inwestycyjny, jak i wyznaczenie poziomu akceptowanej straty.

Słowa kluczowe: finanse behawioralne, zniekształcenia poznawcze, decyzje inwestycyjne, inwestorzy indywidualni

SELECTED ASPECTS OF INDIVIDUAL INVESTORS' INVESTMENT DECISIONS ON THE CAPITAL MARKET IN THE LIGHT OF THE BEHAVIOURAL FINANCE THEORY ELEMENTS

Abstract

The article discusses the issue of behavioural aspects of individual investors' decisions on the capital market. Based on the analysis of the findings of the 2011 and 2018 Whole-Poland Survey of Investors, the author fulfils the research aims formulated earlier: (1) to present changes in individual investors' investment preferences on the Stock Exchange in Warsaw in 2011 and 2018; (2) to conduct an analysis of the survey of individual investors in the context of selected cognitive distortions indicated by the theory of behavioural finance; (3) to determine main regularities concerning individual investors' preferences on the Polish capital market with regard to risk, investment period and trust in their own investment skills. It made it possible to formulate the following conclusions:

1. Most individual investors take investment decisions based on their own analysis or their own intuition.
2. The application of the strategy of average purchase price of a financial instrument can depend on whether it concerns the loss or profit related situation.
3. The size of private investors' capital can determine both the investment horizon and the level of loss accepted.

Key words: behavioural finance, cognitive distortions, investment decisions, individual investors

ОТДЕЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ ИНДИВИДУАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ КАПИТАЛА В СВЕТЕ ЭЛЕМЕНТОВ ТЕОРИИ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФИНАНСОВ

Резюме

Статья рассматривает вопрос о поведенческих аспектах принятия решений индивидуальными инвесторами на рынке капитала. На основе проведённого автором анализа результатов Общенационального исследования

инвесторов за 2011 и 2018 годы были достигнуты сформулированные ранее исследовательские цели: (1) представление изменений в инвестиционных предпочтениях индивидуальных инвесторов на Варшавской фондовой бирже в 2011 и 2018 годах, (2) анализ результатов опроса отдельных инвесторов в контексте некоторых когнитивных искажений, упомянутых в теории поведенческих финансов, (3) определение основных закономерностей, касающихся предпочтений индивидуальных инвесторов на польском рынке капитала в контексте подхода к риску, инвестиционного периода и уверенности в собственных инвестиционных возможностях. Это позволило сформулировать следующие выводы:

1. Многие индивидуальные инвесторы при принятии инвестиционных решений руководствуются собственным анализом или собственной интуицией.
2. Применение стратегии усреднения стоимости приобретения финансового инструмента может зависеть от того, связано ли это с убытками или прибылью.
3. Размер капитала, которым располагают индивидуальные инвесторы, может определять как выбранный инвестиционный горизонт, так и определение уровня приемлемых убытков.

Ключевые слова: поведенческие финансы, когнитивные искажения, инвестиционные решения, индивидуальные инвесторы

Cytuj jako:

Nowak K., *Wybrane aspekty decyzji inwestycyjnych inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym w świetle elementów teorii finansów behawioralnych*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna” 2019 nr 4(67), s. 17–44. DOI: 10.26399/meip.4(67).2019.37/k.nowak

Cite as:

Nowak, K. (2019), ‘Wybrane aspekty decyzji inwestycyjnych inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym w świetle elementów teorii finansów behawioralnych’ [‘Selected aspects of individual investors’ investment decisions on the capital market in the light of the behavioural finance theory elements’], *Myśl Ekonomiczna i Polityczna* 4(67), 17–44. DOI: 10.26399/meip.4(67).2019.37/k.nowak