

— IDŹ DO —

PRZYKŁADOWY ROZDZIAŁ

SPIS TREŚCI

— KATALOG KSIĄŻEK —

KATALOG ONLINE

ZAMÓW DRUKOWANY KATALOG

— TWÓJ KOSZYK —

DODAJ DO KOSZYKA

— CENNIK I INFORMACJE —

ZAMÓW INFORMACJE  
O NOWOŚCIACH

ZAMÓW CENNIK

— CZYTEL尼亚 —

FRAGMENTY KSIĄŻEK ONLINE

## Psychologia inwestowania. Wydanie II

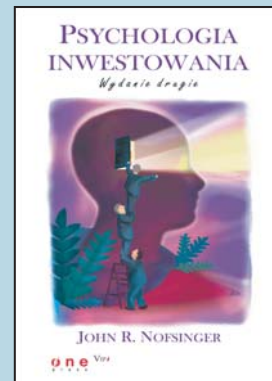
Autor: John R. Nofsinger

Tłumaczenie: Elżbieta Gronowska, Marcin Kapela

ISBN: 83-246-0221-6

Tytuł oryginału: [Psychology of Investing, The \(2nd Edition\)](#)

Format: A5, stron: 240



### Na rynku finansowym Twoim największym wrogiem jest Twoja psychika

- Fałszywe przekonania, emocje i złudne dążenia – najgroźniejsze pułapki w psychice inwestora
- Test podatności inwestora na błędne sugestie
- Inwestowanie online – wpływ Internetu na myślenie graczy giełdowych

Chciwość, panika i inne skłonności – oto czym naprawdę kierują się inwestorzy giełdowi. Jeśli chcesz wygrać w tej grze i trwale się wzbogacić, poznaj owe skłonności i zwalcz je – dopiero wtedy zrozumiesz zachowania swoje i innych graczy i zaczniesz podejmować racjonalne decyzje inwestycyjne.

W tej książce znajdziesz test swojej odporności na błędne sugestie. Zrozumiesz, jak powstają iluzje i złudzenia. Dowiesz się, jak umysł inwestora filtruje niepewne dane i podsuwa bezzasadne przypuszczenia. Nauczysz się rozpoznawać swoje negatywne skłonności i zastępować je chłodną logiką, która będzie Twoim sprzymierzeńcem na rynkach finansowych.

Autor, doświadczony ekspert od psychologii inwestowania, omawia w tej książce źródła błędnych decyzji inwestycyjnych. Wyjaśnia stojące za tym mechanizmy psychologiczne i pisze, jak im nie ulegać:

- efekt zakotwiczenia – zawężanie wyobraźni do znanych punktów odniesienia;
- inwestowanie online – jak komputery zmieniły myślenie graczy giełdowych;
- nadmierna pewność siebie – iluzoryczna wiedza i kontrola;
- próby unikania wstydu i poszukiwania uczucia dumy;
- bazowanie na przeszłości – uciekanie od ryzyka i dysonans poznawczy;
- mentalne księgowanie – sztuczne dzielenie portfela na pojedyncze pozycje;
- heurystyczne upraszczanie – figle płatane przez pamięć i percepcję;
- emocje, którym nie sposób się oprzeć – panika i euforia.

# Spis treści

<b>Wstęp do wydania polskiego .....</b>	<b>9</b>
<b>Przedmowa .....</b>	<b>13</b>
<b>ROZDZIAŁ 1. Psychologia i finanse .....</b>	<b>15</b>
Prosty rysunek .....	17
Prognozowanie .....	19
Fundusz Long Term Capital Management .....	23
Behawioryzm w finansach .....	25
Źródła błędnych decyzji .....	25
W dalszej części książki .....	29
<b>ROZDZIAŁ 2. Nadmierna pewność siebie .....</b>	<b>33</b>
W jaki sposób nadmierna pewność siebie wplywa na decyzje inwestorskie? .....	36
Nadmierna pewność siebie a ryzyko .....	43
Iluzoryczna wiedza .....	44
Iluzoryczna kontrola .....	48
Handel online .....	51
Handel online a efekty inwestowania .....	52
<b>ROZDZIAŁ 3. Duma i wstyd .....</b>	<b>57</b>
Efekt predyspozycji .....	58
Efekt predyspozycji a stan posiadania .....	59
Analiza zachowań unikania wstydu i poszukiwania dumy ....	61

Rynek domków jednorodzinnych .....	67
Zbyt wczesne zamykanie pozycji zyskowych i zbyt długie utrzymywanie przynoszących straty .....	69
Efekt predyspozycji a informacje .....	70
Punkt odniesienia .....	72
<b>ROZDZIAŁ 4. Bazowanie na przeszłości .....</b>	<b>79</b>
Efekt „gry na koszt firmy” .....	80
Efekt „awersji do ryzyka” (lub „ukąszenia węża”) .....	81
Efekt „wychodzenia na swoje” .....	82
Wpływ na inwestorów .....	84
Efekt posiadania (lub efekt przywiązania do status quo) ....	85
Efekt posiadania a inwestorzy .....	87
Pamięć a podejmowanie decyzji .....	89
Pamięć a decyzje inwestorskie .....	91
Dysonans poznawczy .....	93
Dysonans poznawczy a inwestowanie .....	95
Podsumowanie .....	99
<b>ROZDZIAŁ 5. Mentalne księgowanie .....</b>	<b>101</b>
Mentalne budżetowanie .....	103
Łączenie kosztów i korzyści .....	103
Awersja do zadłużania się .....	107
Efekt utopionych kosztów .....	107
Efekt ekonomiczny .....	110
Mentalne księgowanie a inwestowanie .....	112
<b>ROZDZIAŁ 6. Tworzenie portfela .....</b>	<b>117</b>
Nowoczesna teoria portfelowa .....	117
Mentalne księgowanie a portfele .....	118
Świadomość ryzyka .....	120
Świadomość ryzyka w wymiarze empirycznym .....	125

Budowanie behawioralnych portfeli .....	127
Naiwna dywersyfikacja .....	131
Plany emerytalne .....	132
<b>ROZDZIAŁ 7. Reprezentatywność i rozpoznawalność .....</b>	<b>137</b>
Reprezentatywność .....	137
Reprezentatywność a inwestowanie .....	139
Rozpoznawalność .....	145
Inwestycje w akcje znane .....	146
Problemy wynikające z inwestowania w akcje znane .....	151
Łączny efekt przywiązania do znanego i reprezentatywnego .....	154
<b>ROZDZIAŁ 8. Interakcje społeczne a inwestowanie .....</b>	<b>157</b>
Wymienianie informacji .....	159
Otoczenie społeczne .....	160
Kluby inwestorskie .....	163
Media .....	168
Szybkość nie jest najważniejsza .....	169
Efekt tłumu .....	172
Myślenie krótkoterminowe .....	176
<b>ROZDZIAŁ 9. Emocje a decyzje inwestycyjne .....</b>	<b>179</b>
Odczucia a decyzje .....	179
Odczucia a finanse .....	182
Bańki cenowe .....	198
Podsumowanie .....	199
<b>ROZDZIAŁ 10. Samokontrola i podejmowanie decyzji .....</b>	<b>201</b>
Przeciwstawienie podejścia krótko- i długoterminowego ...	202
Samokontrola .....	204
Oszczędzanie a samokontrola .....	206
Plany emerytalne 401(k) i IRA (Individual Retirement Account) .....	208

Samokontrola a dywidenda .....	211
Przewycięzanie skłonności psychiki .....	214
Dodatkowe zasady do przestrzegania .....	219
Wykorzystywanie skłonności psychiki .....	221
<b>Skorowidz .....</b>	<b>227</b>

## ROZDZIAŁ

# 1 Psychologia i finanse

**W** tradycyjnym podejściu nauczanie o finansach odrzucało tezę, że psychika danej jednostki może negatywnie wpływać na jej decyzje inwestycyjne. Przez ostatnie trzy dekady wiedza z obszaru finansów ewoluowała, bazując na następujących założeniach:

- Ludzie podejmują racjonalne decyzje.
- W prognozowaniu przyszłości ludzie są bezstronni.

Bazując na założeniu, że ludzie działają w swoim najlepszym interesie, teoretycy zajmujący się finansami byli w stanie udostępnić inwestorom niezwykle skuteczne narzędzia.

Przykładowo, inwestorzy mogą wykorzystać nowoczesną teorię portfelową, by otrzymać najwyższy możliwy zysk przy założeniu takiego poziomu ryzyka, jakie są w stanie podjąć. Modele wyceny (jak CAPM — Capital Asset Pricing Model, APT — Arbitrage Pricing Theory czy wycena opcji) mogą pomóc w określeniu realnej wartości akcji i dostarczyć wiedzę na temat spodziewanego ryzyka i zwrotu z inwestycji. Te użyteczne teorie bardzo często

pojawiają się w opracowaniach dotyczących inwestowania.

Jednak z psychologicznego punktu widzenia od dawna wiadomo, że powyższe założenia są błędne. Ludzie bardzo często zachowują się w sposób nieracjonalny, a w swych prognozach przyszłości popełniają łatwe do przewidzenia błędy.

Teoretycy nauk o finansach długo nie dopuszczali myśli, że decyzje ekonomiczne mogą być w sposób przewidywalny nieobiektywne. Pionierzy podejścia behawioralnego w naukach finansowych uważani byli za heretyków. W ciągu ostatniej dekady pojawiło się jednak wiele przekonujących dowodów na słuszność tezy, że psychika i emocje wpływają na decyzje ekonomiczne. Dziś pionierów behawioryzmu w finansach nie nazywa się już heretykami, lecz wizjonerami. Mimo że kontrowersje odnośnie do tego, jak, kiedy i dlaczego psychika wpływa na decyzje ekonomiczne, nie ustały, powszechnie uważa się, że przyznanie w 2002 roku Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii psychologowi Danielowi Kahnemanowi i zwolennikowi ekonomii eksperymentalnej Vernonowi Smithowi potwierdziło słuszność kierunku behawioralnego.

Finansiści dopuszczają już myśl, że inwestorzy mogą działać nieracjonalnie i że dające się przewidywać błędy w prognozowaniu przyszłości mogą wpływać na funkcjonowanie rynków. Jeszcze istotniejsze jest to, że błędy w ocenie wpływają na decyzje inwestorów, a co za tym idzie na ich stan posiadania. Nawet ci inwestorzy, którzy rozumieją i potrafią wykorzystać nowoczesne narzędzia do

inwestowania, mogą ponosić porażki, jeśli pozwolą kontrolować swoje decyzje subiektywizmowi swojej psychiki.

Dzięki lekturze tej książki powinieneś:

- Poznać wiele zjawisk natury psychicznej wpływających na proces decyzyjny.
- Zrozumieć, w jaki sposób owe zjawiska wpływają na decyzje inwestycyjne.
- Odkryć wpływ tych decyzji inwestycyjnych na zmniejszenie się Twojego stanu posiadania.
- Nauczyć się sposobów ich rozpoznawania i unikania w swoich inwestycjach.

Dalsza część tego rozdziału ma za zadanie dowieść, że wspomniane problemy wynikające z naszej psychiki nie są tylko wymysłem teoretyków. Argumenty będą dla Ciebie o wiele bardziej przekonujące, jeśli zdecydujesz się wziąć udział w dwóch przedstawionych niżej testach.

---

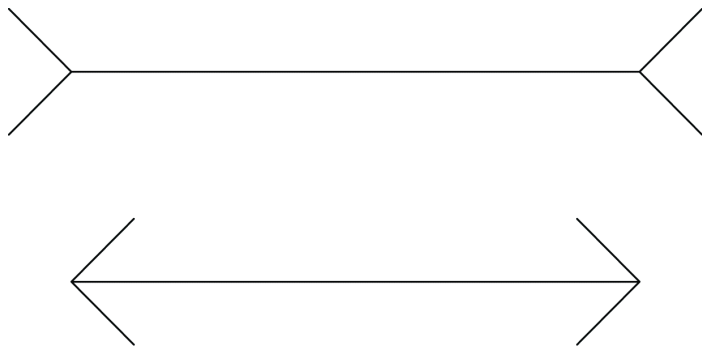
## PROSTY RYSUNEK

Jednym z przykładów błędnego oceniania przez nasz mózg jest efekt złudzenia optycznego. Przyjrzyjmy się rysunkowi 1.1<sup>1</sup>, który prezentuje ten efekt.

---

<sup>1</sup> To często używany przykład w badaniach psychologicznych. Kwestia złudzenia optycznego jest szeroko omówiona w: D. Kahneman, M. Repie, „Aspekty psychologii inwestowania” (org. „Aspects of Investor Psychology”), w: *Journal of Portfolio Management* (lato 1998), s. 52 – 65.





Rysunek 1.1. Złudzenie optyczne

Która z dwu horyzontalnie ułożonych linii wydaje się dłuższa?

W rzeczywistości obie linie są tej samej długości. Przyjrzyj się ponownie rysunkowi. Mimo że wiesz już, że linie są tej samej długości, górna ciągle wydaje się dłuższa. Sama świadomość istnienia iluzji nie powoduje, że pozbywamy się tego wrażenia. Gdybyś jednak musiał podjąć jakąś decyzję, bazując na powyższej ilustracji, to świadomość istnienia złudzenia optycznego pomogłaby Ci uniknąć błędu.

Nasze mózgi nie funkcjonują tak jak komputery. Mózg w procesie przetwarzania informacji używa czasem skrótów i filtrów emocjonalnych, by zmniejszyć czas analizy danych. Decyzje podejmowane wskutek tak przedstawionego procesu nie zawsze są tożsame z tymi, które podjęlibyśmy, gdyby nasz mózg nie użył tych filtrów. Owe filtry i skróty można określić mianem skłonności psychologicznych. Pierwszym i podstawowym krokiem do tego, aby skutecznie unikać ich wpływu, jest uświadomienie

sobie ich istnienia. Pojawia się tu kolejny zasadniczy problem — przecenianie wartości i precyzji posiadanych informacji. Poniższy test dobitnie go uwidacznia.

---

## PROGNOZOWANIE

Powiedzmy sobie jasno — inwestowanie nie jest sprawą prostą. Musisz podejmować decyzje na podstawie danych, które mogą okazać się niewłaściwe lub niedokładne. Dodatkowo musisz rozumieć posiadane informacje i efektywnie je interpretować. Niestety, prognozując przyszłość, ludzie bardzo często popełniają łatwe do przewidzenia błędy.

Rozpatrzmy zestaw dziesięciu pytań przedstawionych w poniższej tabeli 1.1<sup>2</sup>. Nawet, jeśli nie znasz dokładnych odpowiedzi na większość pytań, wpisz zakresy danych, w obrębie których według Ciebie mieści się prawidłowe rozwiązanie. Określ dolną i górną granicę przedziału, w którym Twoim zdaniem mieści się prawidłowa wartość, tak byś na mniej więcej 90% był pewny swoich odpowiedzi. Nie ustanawiaj tego zakresu zbyt szeroko, by odpowiedź z pewnością znajdowała się w jego obrębie, ale także zbyt wąsko.

---

<sup>2</sup> Przykład bardzo podobny do zaprezentowanego przedstawili E. Russo, P. Shoemaker w: „Pułapki w procesie decyzyjnym” (org. „Decision Traps”) (New York: Simon & Schuster, 1989) oraz H. Shefrin w prezentacji na forum 2000 Financial Management Association w Seattle.

Tabela 1.1. Określ zakresy przedziałów (minimum i maksimum) tak, abyś na mniej więcej 90% był pewny, że prawidłowa wartość się w nim znajduje

	<i>Min</i>	<i>Max</i>
1. Jaka jest średnia waga dorosłego płetwała błękitnego (w kilogramach)?	_____	_____
2. W którym roku Leonardo da Vinci namalował Mona Lizę?	_____	_____
3. Ile niepodległych państw istniało na świecie pod koniec 2000 roku?	_____	_____
4. Ile wynosi (w kilometrach) dystans z Paryża do Sydney?	_____	_____
5. Ile kości znajduje się w ludzkim ciele?	_____	_____
6. Ilu żołnierzy zginęło w sumie w czasie pierwszej wojny światowej?	_____	_____
7. Ile książek liczyły zbiory amerykańskiej Biblioteki Kongresu na koniec roku 2000?	_____	_____
8. Jak długa jest Amazonka?	_____	_____
9. Z jaką prędkością (w kilometrach na godzinę) porusza się Ziemia po swojej orbicie?	_____	_____
10. Z ilu tranzystorów składa się procesor komputerowy Pentium III?	_____	_____

Przy założeniu, że ustanowisz przedziały wartości, kierując się powyższymi wskazówkami, należałoby się spodziewać, że udzielisz dziewięciu prawidłowych odpowiedzi na dziesięć. Więc spróbujmy.

Jeśli nie masz pojęcia, jak odpowiedzieć na którekolwiek z pytań, ustanów wystarczająco duży przedział wartości, tak aby prawdopodobieństwo udzielenia poprawnej odpowiedzi wynosiło około 90%.

Jeśli uważasz, że znasz poprawną odpowiedź, zawęż odpowiednio przedział, byś był do niej przekonany również w mniej więcej 90%. Sprawdźmy odpowiedzi. W kolejności wynoszą one: (1) 115 000 kilogramów, (2) 1513 r., (3) 191 krajów, (4) 16 967 kilometrów, (5) 206 kości, (6) 8,3 miliona, (7) 18 milionów, (8) 6440 kilometrów, (9) 1680 kilometrów na godzinę, (10) 9,5 miliona. Jeśli prawidłowa odpowiedź mieści się w przedziale, który ustanowiłeś, policz ją jako prawidłową. Ilu właściwych odpowiedzi udzieliłeś?

Większość ludzi myli się w co najmniej pięciu przypadkach. Jeśli jednak ustanawiałeś przedziały wartości z 90% prawdopodobieństwem, to teoretycznie powinieneś pomylić się tylko raz. Powodem takich wyników jest to, że jesteś zbyt pewny słuszności swoich odpowiedzi, nawet jeśli nie masz zielonego pojęcia o przedmiocie, którego dotyczy pytanie. Nie pomagają także wiedza z zakresu rachunku prawdopodobieństwa. Większość profesorów nauk finansowych popełniało w tego typu testach pięć lub więcej pomyłek.

Przeprowadzone doświadczenie dowodzi, że ludzie mają generalny problem z oceną precyzji swojej wiedzy. Skoro masz już świadomość istnienia tego rodzaju problemów, Twoje szanse na poprawę w tej kwestii rosną. Ponieważ książka ta łączy sferę psychologii z naukami ekonomicznymi, rozważmy poniższy przypadek.

W 1896 roku indeks Dow Jones Industrial Average (DJIA) plasował się na poziomie 40 punktów. W końcu roku 1998 DJIA osiągnął pułap 9181

punktów. Wskaźnik Dow Jones jest średnią ważoną poziomu cen. Dywidend nie bierze się pod uwagę w kalkulacji wartości indeksu. Jaki poziom osiągnąłby indeks DJIA w końcu roku 1998, jeśli dywidendy byłyby rokrocznie reinwestowane?

Ustal zakres Twoich odpowiedzi w analogiczny sposób jak w tabeli 1.1, tak abyś był w 90% przekonany, że znajdzie się w nim prawidłowa odpowiedź.

Skoro przedział odpowiedzi określiłeś z 90% prawdopodobieństwem, to teoretycznie rzecz biorąc, powinieneś prawidłowo odpowiedzieć na postawione pytanie. Chcesz poznać odpowiedź? Otóż jeśli dywidendy byłyby reinwestowane i wliczane w indeks DJIA, to na koniec roku 1998 jego wartość wyniosłaby 652 230 punktów<sup>3</sup>. Zaskoczony? Większość osób biorących udział w zadaniu była zaskoczona wartością indeksu. Zadziwiające jest to, że większość ludzi świadomych zbyt wąskiego ustanawiania zakresu możliwych odpowiedzi i nawet osobiście doświadczonych podobnymi wpadkami ciągle popełnia te same błędy.

Przedstawiony tu przykład uwidacznia jeszcze jeden aspekt psychologii inwestowania, a mianowicie efekt zakotwiczenia (ang. *anchoring*). Czytając wyżej przytoczone pytanie, skupiłeś się na wartości indeksu DJIA na poziomie 9181; zakotwiczyłeś swoje myśli na wartości 9181. Poszukując odpowiedzi na

---

<sup>3</sup> Taka symulacja została przeprowadzona przez R. Clarke'a, M. Statmana w: „Dow Jones przekroczył 652 230 punktów” (org. „The DJIA Crossed 652 230”), *Journal of Portfolio Management* (zima 2000), s. 89 – 93.

zadane pytanie, zapewne rozpocząłeś kalkulacje od poziomu 9181, a potem próbowałeś oszacować, jaką wartość dodać, aby uwzględnić dywidendy w indeksie. Inwestorzy zakotwiczą swoje myślenie na sumie, po jakiej zakupili papiery wartościowe, oraz ich najwyższej cenie w ostatnim okresie.

---

## FUNDUSZ LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT

Nawet laureaci Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii mają tendencję do przewartościowywania precyzji swojej wiedzy. Przypomnijmy sobie spektakularny upadek funduszu hedgingowego Long Term Capital Management (LTCM). Współtwórcami funduszu byli: Jon Meriwether, znany trader obligacji z Salomon Brothers; Dawid Mullins, były wiceszef zarządu Rezerwy Federalnej a także laureaci Nagrody Nobla — Myron Scholes i Robert Merton. Firma zatrudniała poza tym dwadzieścia cztery osoby ze stopniem doktora.

Fundusz rozpoczął działalność w roku 1994 i osiągał niebotyczne zwroty z zainwestowanego kapitału. Na początku roku 1998 wartość portfela papierów wartościowych funduszu LTCM szacowana była na 4 miliardy dolarów. Fundusz pożyczył także 100 miliardów dolarów, by wykorzystać dźwignię finansową w celu osiągnięcia wyższego zwrotu z kapitału. Ich główną strategią było poszukiwanie możliwości arbitrażu na rynku obligacji.

W sierpniu 1998 roku Rosja zdewaluowała swoją walutę i przestała obsługiwać część swoich długów.

Zapoczątkowało to cały łańcuch zdarzeń, które w ciągu czterech tygodni doprowadziły do dewaluacji w wielu krajach rozwijających się. Rynki akcji i obligacji na całym świecie straciły na wartości. Ceny amerykańskich obligacji rządowych gwałtownie wzrosły, ponieważ inwestorzy poszukiwali bezpiecznych pozycji.

Wartość walorów w portfelu LTCM spadła w ciągu jednego miesiąca z 4 miliardów do 600 milionów dolarów. Bank Rezerw Federalnych obawiał się, że pogłębiające się straty zmuszą LTCM do zamknięcia pozycji wartych 100 miliardów dolarów. Zamknięcie pozycji o takiej wartości w tych okolicznościach mogło doprowadzić do kryzysu, który mógł zagrozić całemu systemowi finansowemu. W drugiej połowie września tegoż roku konsorcjum największych amerykańskich banków zasiliło fundusz zastrzykiem kapitału o wartości 3,5 miliarda dolarów w zamian za 90% portfela LTCM<sup>4</sup>.

W jaki sposób fundusz hedgingowy z tak ogromnym potencjałem wiedzy i doświadczenia mógł stracić w ciągu miesiąca 90% swojej wartości? Najprawdopodobniej jego wspólnicy, planując swoje inwestycje, nie wzięli pod uwagę możliwości zaistnienia tak wielu niesprzyjających czynników jednocześnie. Wygląda na to, że zbyt wąsko ustanowili zakres możliwych scenariuszy zdarzeń.

---

<sup>4</sup> Więcej na ten temat w: „All Bets are Off: How the Salesmanship and Brainpower Failed at Long Term Capital”, *Wall Street Journal*, 16 listopada 1998, s. A1.

---

## BEHAVIORYZM W FINANSACH

Nawet najzdolniejsi ludzie nie są wolni od wpływu swojej psychiki, ale tradycyjne podejście w naukach ekonomicznych wydaje się nie zauważać tej zależności. Finanse tradycyjne zakładają, że ludzie zawsze postępują racjonalnie, i uczą nas, jak powinniśmy się zachowywać, by zwiększyć swój stan posiadania. Efektem tego są teorie takie jak: arbitrażu, portfelowa, wyceny aktywów czy wyceny opcji.

Behawioryzm w finansach bazuje na alternatywnym podejściu. Bada rzeczywisty sposób postępowania ludzi w stosunku do ich finansów<sup>5</sup>. Mówiąc jeszcze dokładniej, bada on, w jaki sposób psychika wpływa na poszczególne decyzje finansowe, korporacje i całe rynki. Ta książka skupia się na wycinku tego zagadnienia, a konkretnie na tym, w jaki sposób skłonności psychiki wpływają na inwestorów. Inwestorzy, którzy uświadomią sobie istnienie i funkcjonowanie owych skłonności, będą mogli w pełni wykorzystywać narzędzia, jakie oferuje tradycyjna nauka o finansach.

---

## ŹRÓDŁA BŁĘDNYCH DECYZJI

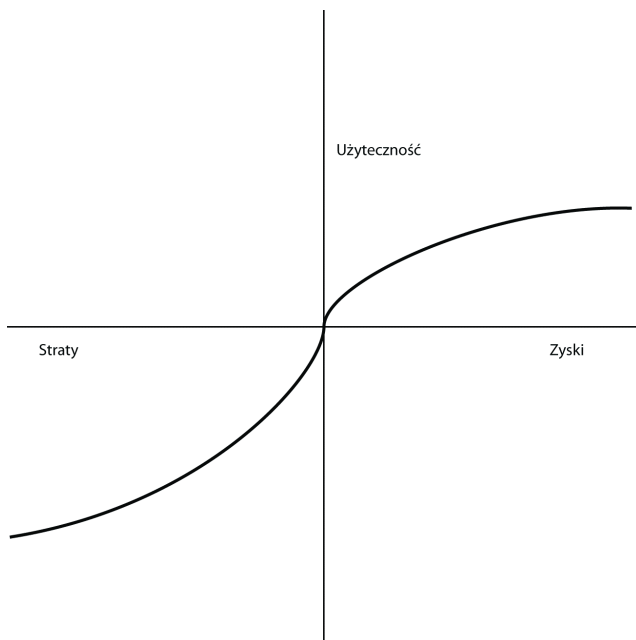
Wiele zachowań inwestorów opiera się na teorii perspektywy (ang. *prospect theory*). Teoria ta opisuje sposób, w jaki ludzie oceniają i podejmują decyzje

---

<sup>5</sup> Więcej na ten temat w: M. Statman, „Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagement”, w *Financial Analysts Journal* (listopad/grudzień 1999), s. 18 – 27. Ja używam tu terminu „finanse tradycyjne”, a Meir określa je mianem „finansów standardowych”.



obarczone czynnikiem niepewności<sup>6</sup>. Po pierwsze, inwestorzy określają gamę potencjalnych wyborów w zakresie potencjalnych zysków bądź strat wobec konkretnego punktu odniesienia. I choć zakotwiczą się oni wokół bardzo różnych punktów odniesienia, to cena zakupu wydaje się być jednym z najczęściej stosowanych. Po drugie, inwestorzy oszacowują swoje zyski bądź straty według funkcji o wykresie zbliżonym do litery „S”, który przedstawia rysunek 1.2.



Rysunek 1.2. Funkcja wartości w teorii perspektywy

<sup>6</sup> Więcej na ten temat w: D. Kahneman, A. Tversky, „Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk”, *Econometrica* 46 (1979), s. 171 – 185.

Kilka słów komentarza odnośnie do funkcji wartości przedstawionej na rysunku. Po pierwsze, jest to funkcja wklęsła w części dotyczącej zysków. Inwestorzy czują satysfakcję (tzn. wzrasta użyteczność), kiedy zarabiają 500 dolarów. Czują się jeszcze lepiej, kiedy zarobią 1000 dolarów. Jednak zarabiając 1000 dolarów, nie czują się dwa razy, lecz mniej niż dwukrotnie lepiej, niż kiedy zarobią 500.

Po drugie, jest to funkcja wypukła w części dotyczącej strat. Oznacza to, że inwestorzy czują się źle, ponosząc stratę, ale wcale nie czują się aż dwa razy gorzej, kiedy jest ona dwukrotnie większa.

Po trzecie, wykres funkcji jest bardziej stromy dla strat i spłaszczony dla zysków. Ta asymetria odzwierciedla różne traktowanie przez inwestorów pozycji przynoszących straty i zyski (więcej na ten temat w rozdziale 3.).

Dodatkowym aspektem teorii perspektywy jest to, że inwestorzy mają tendencję do segregowania swoich inwestycji i pojedynczego analizowania zysków i strat dla każdej z nich oraz do ich okresowego przedefiniowywania. Takie oddzielne traktowanie zwane jest mentalnym księgowaniem (więcej w rozdziale 5.)<sup>7</sup>. Rozpatrywanie każdej inwestycji z osobna zamiast sumarycznego analizowania całego portfela powoduje, że inwestorzy sami ograniczają swoje możliwości minimalizacji ryzyka i maksymalizacji zysków (więcej w rozdziale 6.).

---

<sup>7</sup> Więcej na ten temat w: R. Thaler, „Mentalne księgowanie i decyzje konsumenckie” (org. „Mental Accounting and Consumer Choice”), *Marketing Science* 4 (1985), s. 199 – 214.

W innym podejściu do psychologii inwestowania zwraca się uwagę na kategoryzację błędów behawioralnych ze względu na źródło ich powstania<sup>8</sup>. Niektóre błędy decyzyjne są efektem oszukiwania samego siebie, który występuje, ponieważ ludzie zazwyczaj postrzegają siebie lepszymi, niż są w rzeczywistości. Oszukiwanie samych siebie pomaga także oszukiwać innych, a co z tym związane, także przetrwać proces naturalnej selekcji. Innym źródłem błędów decyzyjnych jest tendencja do tzw. heurystycznego upraszczania (ang. *heuristic simplification*). Mówiąc prościej, upraszczanie heurystyczne ma miejsce dlatego, że elementy wykorzystywane w procesie myślenia (jak nasza pamięć, percepcja czy zdolność przetwarzania danych) nakłaniają nasz umysł do używania skrótów w kompleksowych procesach analitycznych. Zachowania opisane w teorii perspektywy uważa się za efekt heurystycznego upraszczania. Trzecie źródło powstawania błędów tkwi w ludzkich emocjach, które często są w stanie przyćmić umysł.

Stosunki międzyludzkie czy potrzeba osiągnięcia odpowiedniej pozycji społecznej także wpływają na nasze decyzje finansowe. Relacje międzyludzkie badają sposób, w jaki przekazujemy informacje, oraz to, jak wyrażamy oceny ich dotyczące. Opinie i emocje wyrażane przez innych wpływają na nasze własne decyzje.

---

<sup>8</sup> Więcej na ten temat w: D. Hirshleifer, „Psychologia inwestowania a wycena walorów” (org. „Investor Psychology and Asset Pricing”) w: *Journal of Finance* 56 (2001), s. 1553 – 1597.

---

## W DALSZEJ CZĘŚCI KSIĄŻKI

Następne sześć rozdziałów książki poświęconych jest przedstawieniu wpływu skłonności psychiki ludzkiej na codzienne życie. Zbudowane są one w bardzo podobny sposób. Po pierwsze, przymioty psychiki są identyfikowane i wyjaśniane za pomocą przykładów zwykłych, codziennych zachowań. Po drugie, opisane przykłady bazują na rzeczywistych przypadkach. Po trzecie, skala wpływu skłonności psychiki na inwestorów jest dokładnie zbadana.

Rozdziały 2., 3. i 4. ukazują, w jaki sposób emocje wpływają na decyzje inwestycyjne. Jak to wcześniej zostało przedstawione, ludzie mają tendencję do zawężania zakresu możliwych rezultatów. Ta część dotyczy problemu oszukiwania samego siebie, który jest pochodną zjawiska nadmiernego przekonania do swoich możliwości (ang. *overconfidence*). Inwestorzy zbyt pewni siebie dokonują zbyt dużej ilości transakcji, akceptują zbyt duży poziom ryzyka, przez co osiągają mniejszy zwrot z inwestycji. Kwestię tę szczegółowo opisuje rozdział 2. Rozdział 3. zajmuje się kwestią samooceny inwestorów i związanymi z tym tendencjami do unikania uczucia wstydu i poszukiwania poczucia dumy. Konsekwencją tych zachowań jest zjawisko zbyt wczesnego pozbywania się walorów zyskowych i zbyt długie utrzymywanie pozycji przynoszących straty. W rozdziale tym zaprezentowana jest także kwestia ogromnego wpływu odniesionych w przeszłości zwycięstw i poniesionych porażek na bieżące procesy decyzyjne. Pamięć o doświadczeniach z przeszłości może zminimalizować efekt strachu przed porażką.

Rozdziały od 5. do 7. opisują wpływ, jaki na inwestorów ma heurystyczne upraszczanie. Przykład: codziennie jesteś bombardowany setkami czy tysiącami informacji. W procesie składowania i magazynowania informacji odnośnie do sposobów podejmowania najważniejszych decyzji i ich rezultatów nasze mózgi używają techniki mentalnego księgowania (ang. *mental accounting*). Rozdział 5. dowodzi, że skutkami takiego zachowania mózgu mogą być błędne decyzje inwestorskie. Rozdział 6. poświęcony jest w większości zagadnieniu, w jaki sposób inwestorzy dokonują wyboru instrumentów finansowych do swoich portfeli. Nasze mózgi często „idą na łatwiznę”, używając skrótów myślowych. Owe skróty skutkują niedokładnościami w odczytywaniu informacji. Efektem tego zjawiska jest skłonność do inwestowania w papiery znane i reprezentatywne, czemu poświęcony jest rozdział 7.

Ostatnie trzy rozdziały są zbudowane nieco inaczej. Rozdział 8. opisuje, w jaki sposób inwestowanie stało się elementem naszej kultury społecznej. Interakcje zachodzące w obszarach psychologii, psychologii grupowej i inwestowania mogą wywoływać inwestycyjną gorączką i tworzyć efekt bańki spekulacyjnej. Dodatkowym elementem owych interakcji jest Internet, który w znaczący sposób może wzmocnić efekty błędów wynikających z ludzkiej psychiki. Jest to szczególnie istotne, ponieważ inwestorzy często podejmują decyzje pod wpływem informacji z otoczenia. W rozdziale 9. zaprezentowany został wpływ emocji i nastrojów na proces decyzyjny. Generalny poziom optymizmu czy pesymizmu inwestorów

ma znaczący wpływ na podejmowane przez nich decyzje. Rozdział 10. zajmuje się kwestią problemów z zachowaniem samokontroli spowodowanych skłonnościami psychiki. Planowanie, stosowanie odpowiednich bodźców i trzymanie się praktycznych reguł pozwala uniknąć tego typu problemów. W części tej zaprezentowanych zostało kilka praktycznych strategii pomocnych w ich przezwyciężeniu.

### **Pytania**

1. Dlaczego inwestorzy popierają tradycyjne założenie o racjonalnym podejmowaniu decyzji?
2. Wymień cztery założenia teorii perspektywy.
3. Opisz trzy źródła błędów poznawczych innych niż wynikające z teorii perspektywy.