

**IDŹ DO:**

- ▶ Spis treści
- ▶ Przykładowy rozdział

**KATALOG KSIĄŻEK:**

- ▶ Katalog online
- ▶ Zamów drukowany katalog

**CENNIK I INFORMACJE:**

- ▶ Zamów informacje o nowościach
- ▶ Zamów cennik

**CZYTELNIA:**

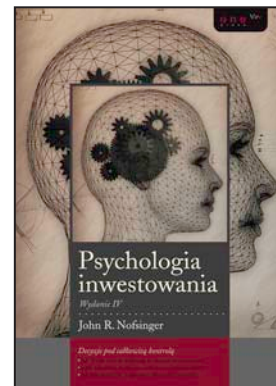
- ▶ Fragmenty książek online

## PSYCHOLOGIA INWESTOWANIA. WYDANIE IV

Autor: John R. Nofsinger

Tłumaczenie: Bartosz Sałbut

ISBN: 978-83-246-2927-5

Tytuł oryginału: [The Psychology of Investing](#)  
(4th Edition)**Decyzje pod całkowitą kontrolą**

- Jak Twoje emocje wpływają na decyzje inwestycyjne?
- Jak niebezpieczne skutki ma nadmierna pewność siebie?
- Jak przezwyciężyć negatywne skłonności psychiki?

**Okiełznaj swoje emocje i szturmuj giełdę**

Stare powiedzenie z Wall Street mówi, że istnieją dwa czynniki, które są w stanie poruszyć rynek – strach i chciwość. Wiele w tym prawdy, jednak ludzki umysł jest na tyle skomplikowany, a nasze emocje tak złożone, że na decyzje inwestycyjne wpływa znacznie więcej czynników. To dlatego nawet doświadczeni inwestorzy, uzbrojeni w skuteczne narzędzia i znający na pamięć wszelkie finansowe teorie, popełniają głupie i niewybaczalne błędy.

Dowiedz się, w jaki sposób zachowują się inwestorzy, co skłania ich do podejmowania określonych działań, dlaczego zachowania te nie sprzyjają gromadzeniu majątku i co można zrobić, aby temu zaradzić. Poznaj skłonności naszej psychiki, ograniczające możliwość podejmowania trafnych decyzji inwestycyjnych. Naucz się eliminować ich negatywny wpływ, a potem bogać się świadomie i z zimną krwią. Czwarte wydanie tej książki porusza problemy związane z ostatnim kryzysem finansowym, uwzględnia najbardziej aktualną wiedzę psychologiczną, przydatną przy wyjaśnianiu takich zjawisk, jak nadmierna pewność siebie, dysonans poznawczy, księgowanie mentalne czy preferowanie spółek lokalnych. W książce znalazł się również całkowicie nowy rozdział, poświęcony osądzeniu wyborów inwestycyjnych w zależności od kontekstu decyzyjnego.

- Wpływ efektów psychologicznych na stan posiadania.
- Kontrolowanie odczuć wpływających na decyzje inwestycyjne.
- Interakcje społeczne a inwestowanie.
- Problemy wynikające z inwestowania w akcje znanych firm.
- Pamięć a podejmowanie decyzji.
- Destrukcyjne oddziaływanie iluzorycznej wiedzy.

Do koszyka



Do przechowalni

Nowość

Promocja

The background of the cover is a large, detailed wireframe illustration of a human head in profile, facing right. Inside the wireframe, several dark grey gears of various sizes are interlocked, symbolizing the mechanics of the mind. A smaller, framed version of this same wireframe head with gears is centered in the upper half of the cover. The overall aesthetic is technical and intellectual, with a light beige background that has some faint pencil sketches and lines.

# Psychologia inwestowania

*Wydanie IV*

.....  
John R. Nofsinger

*Decyzje pod całkowitą kontrolą*

- Jak Twoje emocje wpływają na decyzje inwestycyjne?
- Jakie szkodliwe skutki ma nadmierna pewność siebie?
- Jak przezwyciężyć negatywne skłonności psychiki?

# Spis treści

<b>Przedmowa</b>	<b>9</b>
<b>Rozdział 1. Psychologia i finanse</b>	<b>13</b>
Finanse w ujęciu tradycyjnym i behawioralnym	16
Prognozowanie	18
Behawioryzm w finansach	21
Źródła błędnych decyzji	22
Wpływ efektów psychologicznych na stan posiadania	25
W dalszej części książki	27
<b>Rozdział 2. Nadmierna pewność siebie</b>	<b>31</b>
W jaki sposób nadmierna pewność siebie wpływa na decyzje inwestorskie?	33
Transakcje giełdowe a nadmierna pewność siebie	35
Nadmierna pewność siebie a rynek	40
Nadmierna pewność siebie a ryzyko	41
Iluzoryczna wiedza	42
Iluzoryczna kontrola	46
Wybór	46
Sekwencja rezultatów	47
Znajomość zagadnienia	47
Informacja	47
Aktywne zaangażowanie	47
Sukcesy w przeszłości	48
Handel online	49
Handel online a efekty inwestowania	50
<b>Rozdział 3. Duma i wstyd</b>	<b>53</b>
Efekt predyspozycji	54
Efekt predyspozycji a stan posiadania	55
Analiza zachowań unikania wstydu i poszukiwania dumy	56
Międzynarodowe badania nad efektem predyspozycji	60
Efekt predyspozycji poza rynkiem papierów wartościowych	61

Zbyt wczesne zamykanie pozycji zyskowych i zbyt długie utrzymywanie przynoszących straty	63
Efekt predyspozycji a informacje	64
Punkt odniesienia	65
Czy efekt predyspozycji może mieć wpływ na rynek?	68
Efekt predyspozycji a doświadczenie inwestora	69
Podsumowanie	70
<b>Rozdział 4. Postrzeganie ryzyka</b>	<b>73</b>
Efekt „gry na koszt firmy”	74
Efekt „awersji do ryzyka” (lub „ukąszenia węża”)	75
Efekt „wychodzenia na swoje”	75
Wpływ na inwestorów	78
Efekt posiadania (lub efekt przywiązania do status quo)	79
Efekt posiadania a inwestorzy	81
Postrzeganie ryzyka inwestycyjnego	82
Pamięć a podejmowanie decyzji	83
Pamięć a decyzje inwestorskie	84
Dysonans poznawczy	85
Dysonans poznawczy a inwestowanie	86
Podsumowanie	90
<b>Rozdział 5. Kontekst decyzyjny</b>	<b>93</b>
Kontekst a wybór	94
Kontekst a inwestowanie	96
Kontekst a relacja między ryzykiem i zwrotem z inwestycji	96
Kontekst a prognozy	99
Tryby myślenia a proces decyzyjny	100
Identyfikacja trybów myślenia	102
Kontekst ryzyka a tryby myślenia	103
Kontekst a decyzje emerytalne	105
Podsumowanie	107
<b>Rozdział 6. Mentalne księgowanie</b>	<b>109</b>
Mentalne budżetowanie	110
Łączenie kosztów i korzyści	111
Zadłużanie się	113
Efekt utopionych kosztów	114
Efekt ekonomiczny	116

Mentalne księgowanie a inwestowanie	118
Transakcje	118
Alokacja aktywów	121
Konsekwencje dla rynku	125
<b>Rozdział 7. Tworzenie portfela</b>	<b>129</b>
Nowoczesna teoria portfelowa	129
Mentalne księgowanie a portfele	130
Świadomość ryzyka	131
Świadomość ryzyka w wymiarze empirycznym	135
Budowanie behawioralnych portfeli	136
Portfele gospodarstw domowych	139
Naiwna dywersyfikacja	140
Plany emerytalne	142
<b>Rozdział 8. Reprezentatywność i rozpoznawalność</b>	<b>147</b>
Reprezentatywność	147
Reprezentatywność a inwestowanie	149
Efekt ekstrapolacji	150
Rozpoznawalność	155
Inwestycje w akcje znane	155
Preferowanie spółek lokalnych	159
Problemy wynikające z inwestowania w akcje znane:problemy	162
Łączny efekt przywiązania do znanego i reprezentatywnego	164
<b>Rozdział 9. Interakcje społeczne a inwestowanie</b>	<b>167</b>
Wymienianie informacji	168
Kopiowanie portfela sąsiada	169
Otoczenie społeczne	170
Kluby inwestorskie	173
Osiągnięcia klubów inwestorskich	174
Kluby inwestorskie a aktywność społeczna	175
Media	177
Szybkość nie jest najważniejsza	178
Efekt tłumu	179
Tłumnie po akcje	180
Nowa nazwa, nowy bodziec wzrostu	181
Myślenie krótkoterminowe	183
Wiara	184
Akceptacja społeczna	184

<b>Rozdział 10. Emocje a decyzje inwestycyjne</b>	<b>187</b>
Odczucia a decyzje	187
Odczucia a finanse	190
Odczucia wpływają na decyzje inwestycyjne	190
Słoneczna pogoda	191
Negatywne emocje	194
Optymizm	196
Sentyment	200
Bańki cenowe	202
Inwestycyjny dreszczyk emocji	204
Podsumowanie	206
<b>Rozdział 11. Samokontrola i podejmowanie decyzji</b>	<b>209</b>
Przeciwstawienie podejścia krótko- i długoterminowego	210
Samokontrola	211
Oszczędzanie a samokontrola	213
Plany emerytalne 401(k) i IRA (Individual Retirement Account)	214
Samokontrola a dywidenda	216
Przewycięzanie skłonności psychiki	218
Strategia 1. Poznaj swojego wroga	219
Strategia 2. Ustal, w jakim celu inwestujesz	219
Strategia 3. Określ mierzalne kryteria dla swoich inwestycji	220
Strategia 4. Dywersyfikuj	221
Strategia 5. Kontroluj swoje otoczenie inwestycyjne	221
Dodatkowe zasady do przestrzegania	222
Wykorzystywanie skłonności psychiki	224
Od jutra oszczędzaj więcej	225
Oszczędzaj i wygrывaj	227
<b>Źródła</b>	<b>231</b>
<b>Skorowidz</b>	<b>233</b>

# Nadmierna pewność siebie

**L**udzie bywają zbyt pewni siebie. Naukowcy dowiedli, że nadmierna pewność siebie przejawia się głównie w przecenianiu swojej wiedzy, złym ocenianiu ryzyka i swoich możliwości kontrolowania zdarzeń. Czy nadmierna pewność siebie ma wpływ na decyzje inwestycyjne? Budowanie portfela inwestycyjnego nie jest proste. To dokładnie taki typ zadania, w którym szczególnie uwidacznia się nadmierna pewność siebie.

Nadmierna pewność siebie ma dwa aspekty: pierwszym z nich jest brak precyzji, a drugim efekt lepszego od średniej. Przykładem braku precyzji jest doświadczenie z rozdziału 1., w którym odpowiadałeś na dziesięć pytań, podając odpowiedzi, co do których miałeś 90 procent pewności. Efekt lepszego od średniej polega natomiast na tym, że ludzie postrzegają samych siebie w sposób nierealistycznie pozytywny. Są przekonani, że mają większe umiejętności, wiedzę i możliwości niż przeciętny człowiek. Przykładem występowania tego zjawiska będzie odpowiedź na poniższe pytanie:

*Pytanie: Czy jesteś dobrym kierowcą? W porównaniu do pozostałych kierowców, jak oceniasz swoje umiejętności: przeciętnie, powyżej czy poniżej przeciętnej?*

Jaka była Twoja odpowiedź? Gdybyśmy nie uwzględniali tendencji do nadmiernej pewności siebie, to jedna trzecia pytanym powinna odpowiedzieć „ponadprzeciętne”, jedna trzecia „przeciętne”, a jedna trzecia winna ocenić swe umiejętności poniżej przeciętnej. Ludzie jednak nadmiernie ufają swoim umiejętnościom. W jednej z przeprowadzonych ankiet aż 82% badanych studentów oceniła swoje umiejętności prowadzenia samochodu powyżej przeciętnej<sup>1</sup>. Jak widać, wielu z nich się myliło.

Większość z ankietowanych studentów myliła się w ocenie, ponieważ była nadmiernie przekonana o swoich umiejętnościach prowadzenia samochodu. Nadmierna pewność siebie w przypadku umiejętności prowadzenia auta może nie mieć wielkiego wpływu na nasz byt, ale ludzie myślą podobnie w wielu sferach życia. Nadmierna pewność siebie może mieć wpływ na Twoją przyszłość finansową.

Rozpatrzmy następujący przypadek o wymiarze finansowym. Rozpoczęcie własnej działalności gospodarczej jest działaniem obarczonym sporym ryzykiem. W rzeczywistości większość nowo tworzonych przedsiębiorstw kończy się bankructwem. Zapytaliśmy grupę 2994 właścicieli nowo stworzonych firm o szanse powodzenia ich działalności. Odpowiedzieli, że mają 70% szans na odniesienie sukcesu, ale już tylko 39% z nich stwierdziło, że ktoś inny prowadzący podobny interes mógłby mieć takie same szanse<sup>2</sup>. Dlaczego właściciele firm uważają, że mają prawie dwukrotnie większe szanse powodzenia niż ich konkurencji? Ponieważ są nadmiernie pewni siebie.

Co ciekawe, pewność siebie wzrasta u ludzi w momencie, kiedy wydaje im się, że są w stanie kontrolować rezultaty pewnych działań, nawet jeżeli nie ma ku temu żadnych logicznych podstaw. Dowiedziono na

---

<sup>1</sup> Ola Svenson, *Are We All Less Risky and More Skillful than Our Fellow Drivers?*, „Acta Psychologica”, 47 (1981), s. 143 – 148.

<sup>2</sup> Arnold C. Cooper, Carolyn Y. Woo, William C. Dunkelberg, *Entrepreneurs' Perceived Chances for Success*, „Journal of Business Venturing”, 3 (1988), s. 97 – 108.



przykład, że ludzie, którym zaproponowano obstawienie zakładu na rezultat rzutu monetą (orzeł lub reszka), byli skłonni obstawiać o wiele większe stawki przed rzutem niż po nim. Ludzie stawiali wyższe stawki w przypadku, kiedy rzutu monetą jeszcze nie wykonano. Kiedy rzut monetą już się odbył, a rezultat był zasłonięty, wartość zakładów była niższa. Obstawiający zachowywali się, jakby mieli jakikolwiek wpływ na rezultat<sup>3</sup>. W tym wypadku dobitnie widać, że poczucie kontrolowania efektu rzutu jest tylko iluzją. Podobnego typu zachowania występują w procesie inwestowania. Ludzie są przekonani, że posiadane przez nich akcje będą bardziej zyskowne niż te, które nie są ich własnością, nawet jeśli nie mają żadnych informacji mogących to potwierdzić. Samo posiadanie akcji daje iluzoryczne poczucie kontroli nad ich notowaniami.

Badanie Instytutu Gallupa i firmy Paine Webber przeprowadzone na początku 2001 roku na grupie inwestorów indywidualnych ukazuje zjawisko nadmiernej pewności siebie. Wielu ankietowanych poniosło tuż przed badaniem straty, które były spowodowane załamaniem się kursów akcji spółek technologicznych. Zapytano ich, jaka będzie przeciętna rynkowa stopa zwrotu w następnych 12 miesiącach. Średnia odpowiedzi wyniosła 10,3%. Z kolei średnia odpowiedzi na pytanie o zwrot z ich osobistego portfela w analogicznym czasie wyniosła już 11,7%. To bardzo typowa prawidłowość: inwestorzy spodziewają się zarobić więcej niż średnia rynkowa.

## **W jaki sposób nadmierna pewność siebie wpływa na decyzje inwestorskie?**

Inwestowanie to trudny proces. Obejmuje on zbieranie informacji, ich analizę oraz podejmowanie na ich podstawie decyzji. Nasza nadmierna pewność siebie powoduje jednak trudności z prawidłową interpretacją zebranych danych, a także przecenianie naszych umiejętności analitycznych. Zjawisko to występuje najczęściej w związku z odniesieniem

---

<sup>3</sup> E.J. Langer, *The Illusion of Control*, „Journal of Personality and Social Psychology”, 32 (1975), s. 311 – 328.

pewnych sukcesów. *Efekt przypisywania sobie zasług* każe nam sądzić, że sukcesy zawdzięczamy własnym umiejętnościom, a porażki są wynikiem oddziaływania pecha. Pewne sukcesy na giełdzie mogą zatem stać się przyczyną nadmiernej pewności siebie, która uwidacznia się w kolejnych zachowaniach inwestycyjnych.

Przykładem niech będą zachowania analityków finansowych. Publikują oni sporządzone przez siebie prognozy przyszłych zysków firm, których sytuacji się przyglądają. Gilles Hilary i Lior Menzly badali prognozy przygotowywane przez analityków, którym wcześniej udało się opublikować kilka trafnych przewidywań<sup>4</sup>. Gdyby wcześniejsze sukcesy skłaniały analityków do przeceniania własnych umiejętności i wartości posiadanych informacji, wówczas należałoby się spodziewać, że ich kolejne analizy będą pod względem trafności niekorzystnie odbiegać od średniej oraz od prognoz opracowanych przez innych analityków. Po przeanalizowaniu ponad 40 tysięcy kwartalnych prognoz zysków przedsiębiorstw Hilary i Menzly potwierdzili, że sukces wywołuje w nas nadmierną pewność siebie. Analitycy, którzy odnoszą sukcesy w kilku kwartałach, zaczynają opracowywać prognozy odbiegające od szacunków innych i w rezultacie popełniają większe błędy.

Nadmierna pewność siebie może prowadzić inwestorów do niewłaściwych decyzji inwestycyjnych, co często przejawia się w bardzo intensywnym handlu papierami wartościowymi, podejmowaniu nadmiernego ryzyka i w efekcie stratach w portfelu. Nadmierna pewność siebie wzmacnia chęć dokonywania transakcji, ponieważ utwierdza inwestorów w przekonaniu, że ich decyzje są trafne. Decyzje inwestorów są efektem ich przekonania co do trafności posiadanych informacji a także umiejętności ich interpretowania<sup>5</sup>. Inwestorzy zbyt pewni siebie przywiązują większą wagę do własnej wyceny akcji niż do ocen pozostałych uczestników rynku.

---

<sup>4</sup> Gilles Hilary, Lior Menzly, *Does Past Success Lead Analysts to Become Overconfident?*, „Management Science”, 52 (2006), s. 489 – 500.

<sup>5</sup> Brad Barber, Terrance Odean, *The Courage of Misguided Convictions*, „Financial Analysts Journal”, listopad – grudzień 1999, s. 41 – 55.

## TRANSAKCJE GIEŁDOWE A NADMIERNA PEWNOŚĆ SIEBIE

Psychologowie dowiedli, że w przypadku obszarów działania tradycyjnie zdominowanych przez płę męską (m.in. zarządzanie finansami) problem nadmiernej pewności siebie dotyczy w większym stopniu mężczyzn niż kobiet<sup>6</sup>. Statystycznie ujmując, mężczyźni są bardziej przekonani do swych umiejętności podejmowania decyzji inwestycyjnych niż kobiety; z tego też względu częściej niż one dokonują transakcji giełdowych.

Dwójka ekonomistów, Brad Barber i Terrance Odean, prowadziła w latach 1991 – 1997 badania zachowań inwestorów na próbie prawie 38 000 osób posiadających rachunki w dużej firmie brokerskiej<sup>7</sup>. Zbadali oni liczbę transakcji zawieranych przez samotnych i żonatyh mężczyzn oraz samotne i zamężne kobiety. Podstawowym wskaźnikiem pomiaru był *wskaźnik rotacji portfela* (ang. *turnover*). Wskaźnik rotacji stanowi odsetek akcji w portfelu, które zmieniły się w ciągu roku. Na przykład 50-procentowy wskaźnik rotacji w danym roku oznacza, że inwestor sprzedał w tym okresie połowę posiadanych akcji, a w ich miejsce kupił nowe papiery. Analogicznie 200-procentowy wskaźnik rotacji informuje, że inwestor w ciągu jednego roku sprzedał wszystkie posiadane przez siebie papiery, kupił na to miejsce inne, a następnie sprzedał je ponownie, aby zakupić trzeci zestaw.

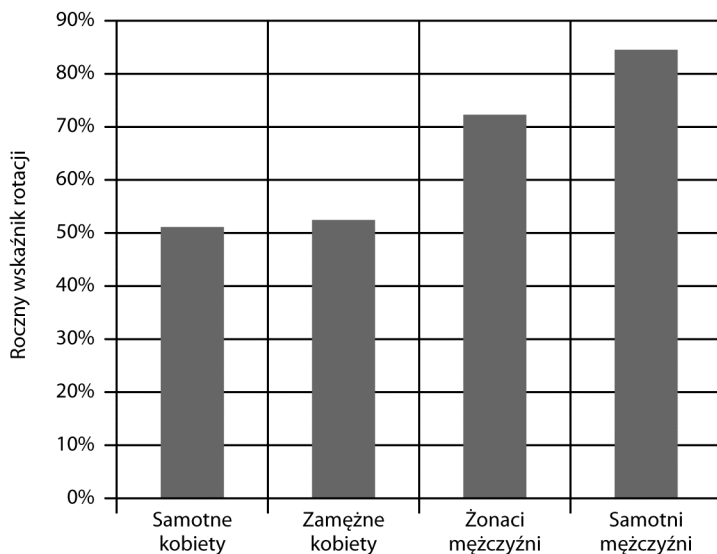
Wyniki badań wskazują, że najaktywniejszymi inwestorami są samotni mężczyźni. Jak pokazuje rysunek 2.1, wskaźnik rotacji w przypadku samotnych mężczyzn sięga 85%. Mężczyźni żonaci nie handlują już tak intensywnie; wskaźnik wynosi w ich przypadku 73%. W przypadku samotnych i zamężnych kobiet wskaźniki te wynoszą odpowiednio

---

<sup>6</sup> Sylvia Beyer, Edward Bowden, *Gender Differences in Self-Perceptions: Convergent Evidence from Three Measures of Accuracy and Bias*, „Journal of Personality and Social Psychology”, 59 (1997), s. 960 – 970. Dodatkowe informacje w: Melvin Prince, *Women, Men, and Money Styles*, „Journal of Economic Psychology”, 14 (1993), s. 175 – 182.

<sup>7</sup> Brad Barber, Terrance Odean, *Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*, „Quarterly Journal of Economics”, 116 (2001), s. 261 – 292.

**Rysunek 2.1. Roczny wskaźnik rotacji portfela ustalany ze względu na płeć i stan cywilny**



51% i 53%. Godnym uwagi jest fakt, że pokrywa się to z poziomem pewności siebie; mężczyźni są bardziej pewni siebie niż kobiety, co ma wyraz w wyższych wartościach wskaźnika rotacji portfela.

Z drugiej strony istnieje możliwość, że wyższe wskaźniki rotacji w przypadku mężczyzn nie oznaczają ich większej pewności siebie, lecz posiadanie przez nich lepszych informacji. Gdyby tak było, wyższe wskaźniki rotacji przy lepszych informacjach skutkowałyby osiągnięciem wyższych zwrotów z inwestycji.

Ogólnie rzecz biorąc, inwestorzy zbyt pewni siebie dokonują większych ilości transakcji; ale czy wyższy wskaźnik rotacji i większe obroty muszą oznaczać coś negatywnego? Barber i Odean zbadali także tę kwestię<sup>8</sup>. W badaniach przeprowadzanych w latach 1991 – 1996 na próbie 78 000 rachunków inwestycyjnych gospodarstw domowych ana-

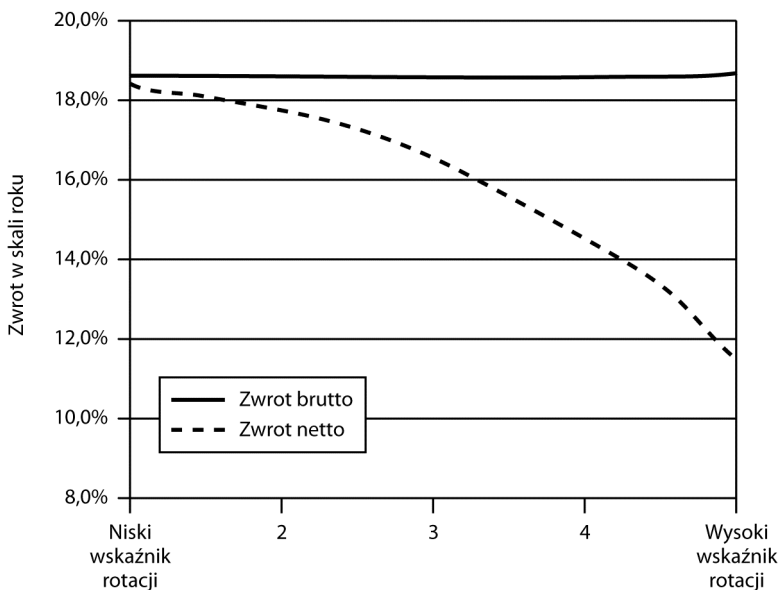
<sup>8</sup> Brad Barber, Terrance Odean, *Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, „Journal of Finance”, 55 (2000), s. 773 – 806.

lizowali oni zależność między wskaźnikiem rotacji a zwrotem z portfela inwestycyjnego. Weźmy pod uwagę inwestora, który dysponuje trafnymi informacjami i potrafi je poprawnie zinterpretować. Zdolności interpretacyjne i poprawność informacji winny sprawić, że duża częstotliwość zawieranych transakcji powinna w tym wypadku przełożyć się na pokazną stopę zwrotu zainwestowanego kapitału. Wysoka stopa zwrotu powinna z nawiązką przebić wartość zysków odniesionych w przypadku zastosowania strategii „kup i trzymaj” i pokryć wyższe koszty prowizji od zawieranych transakcji. Z drugiej strony inwestor, który nie posiada nadzwyczajnych zdolności, a jedynie cierpi na nadmiar pewności siebie, będzie notował gorsze wyniki w przypadku częstych zmian portfela, niż gdyby inwestował długoterminowo.

Pierwszym krokiem uczynionym przez Barbera i Odeana było określenie poziomu rotacji na rachunkach w badanej próbie oraz ich przypisanie do pięciu grup. 20% inwestorów osiągających najniższy poziom rotacji portfela zostało przypisanych do grupy pierwszej. Średni poziom wskaźnika rotacji w tej grupie wyniósł 2,4% w skali roku. Kolejnych 20% inwestorów z odpowiednio większym wskaźnikiem rotacji znalazło się w grupie drugiej. Analogicznie skategoryzowano kolejnych badanych, tak że w ostatniej, piątej grupie znaleźli się inwestorzy z najwyższym wskaźnikiem rotacji portfeli inwestycyjnych sięgającym ponad 250% w skali roku.

Rysunek 2.2 prezentuje roczną stopę zwrotu z inwestycji dla każdej ze wspomnianych wcześniej grup. Należy podkreślić, że każda z badanych grup osiągnęła niemal jednakową stopę zwrotu z kapitału brutto — około 18,7% w skali roku. Okazuje się, że nadzwyczaj aktywni inwestorzy nie osiągnęli wyższej stopy zwrotu mimo większego zaangażowania. Co więcej, każdej transakcji zakupu czy sprzedaży akcji towarzyszy prowizja. W przypadku inwestorów dokonujących dużej ilości transakcji prowizja jest istotnym kosztem osiągnięcia przychodu (ukazuje to rysunek). Stopa zwrotu netto (zwrot pomniejszony o wartość kosztów transakcyjnych) maleje wraz ze wzrostem wskaźnika rotacji. Dla grupy pierwszej wynosi ona średnio 18,5% rocznie, dla piątej (o najwyższym wskaźniku rotacji) jedynie 11,4%.

**Rysunek 2.2. Roczny zwrot dla inwestorów wg wartości wskaźnika rotacji portfela**



Ponad 7 punktów procentowych różnicy w stopie zwrotu netto w ciągu jednego roku między skrajnymi grupami to wartość kolosalna. Przykładowo, jeśli inwestorzy z grupy o najniższym wskaźniku rotacji zainwestowaliby kwotę 10 000 dolarów na okres pięciu lat przy założeniu 18,5% rocznej stopy zwrotu netto, zgromadziliby w tym okresie 23 366 dolarów. Inwestorzy z grupy najintensywniej obracających kapitałem przy tym samym wkładzie i zwrocie netto w skali roku na poziomie 11,4% uzyskaliby w analogicznym okresie jedynie 17 156 dolarów. Różnica wynosi ponad 5000 dolarów. Skłonność do nadmiernego obracania kapitałem, której źródłem jest nadmierna pewność siebie, jest zagrożeniem dla stanu posiadania.

Wysokie koszty prowizji nie są jedynym problemem wynikającym z intensywnego zawierania transakcji. Zaobserwowano bowiem, że nadmierna pewność siebie prowadzi nie tylko do zawierania nadmiernej ilości transakcji, ale często także do wybierania niewłaściwych akcji. Barber i Odean ograniczyli próbę badawczą do tych właścicieli rachun-

ków maklerskich, którzy całkowicie upłynnili posiadane przez siebie papiery i w ciągu trzech tygodni kupili w ich miejsce inne. Następnie przesiedzili notowania akcji sprzedanych i zakupionych w okresie następnych czterech miesięcy oraz roku.

Ich celem było przekonanie się, czy decyzja o sprzedaży akcji A i zakupie akcji B była trafna. Okazało się, że były to posunięcia nieudane. Wartość akcji sprzedanych przez inwestorów wzrosła w okresie następnych czterech miesięcy średnio o 2,6%, podczas gdy papiery zakupione zyskały średnio jedynie 0,11%. Biorąc pod uwagę okres roku po dokonaniu transakcji, papiery sprzedane osiągnęły zwrot o 5,8 punktu procentowego wyższy niż zakupione<sup>9</sup>. Jak się okazuje, nadmierna pewność siebie prowadzi nie tylko do zbyt częstego dokonywania transakcji i strat związanych z kosztami prowizji maklerskich, ale także może doprowadzić do sprzedaży dobrze rokujących akcji i zakupu w ich miejsce gorszych.

Krytycy wniosków Barbera i Odeana zarzucają badaczom przyjmowanie założenia, że inwestorzy o dużym wskaźniku rotacji portfela są z definicji nadmiernie pewni siebie. Można zatem powiedzieć, że wysoki wskaźnik rotacji portfela jest dla Barbera i Odeana wyznacznikiem nadmiernej pewności siebie. Czy jednak zjawisko to rzeczywiście prowadzi do zwiększonej skłonności do obracania akcjami? Kwestię tę zbadali Markus Glaser i Martin Weber, analizując klientów niemieckiego internetowego domu maklerskiego<sup>10</sup>. Przeprowadzili wśród inwestorów ankietę, zadając im pytania mające umożliwić sformułowanie oceny dotyczącej nadmiernej pewności siebie. Oto przykład takiego pytania: „Jaki odsetek innych klientów domu maklerskiego, z którego usług pan/pani korzysta, lepiej od pana/pani radzi sobie ze wskazywaniem akcji o ponadprzeciętnym potencjale wzrostu wartości?”. Badacze dysponowali danymi na temat historycznego składu portfela oraz transakcji dokonywanych przez inwestorów, mogli zatem ocenić, czy dana osoba rzeczywiście radziła sobie lepiej od innych. Co ciekawe, nie

---

<sup>9</sup> Terrance Odean, *Do Investors Trade Too Much?*, „American Economic Review”, 89 (1999), s. 1279 – 1298.

<sup>10</sup> Markus Glaser, Martin Weber, *Overconfidence and Trading Volume*, „Geneva Risk and Insurance Review”, 32:1 (2007), s. 1 – 36.

udało im się znaleźć żadnych zależności między odpowiedziami inwestorów a historycznymi różnicami w zakresie osiągniętych przez nich wyników. Badacze stwierdzili natomiast, że wskaźnik nadmiernej pewności siebie wyrażający się w przekonaniu o ponadprzeciętnych zdolnościach wykazywał pozytywną korelację z liczbą dokonywanych transakcji. Nadmiernie pewni siebie inwestorzy rzeczywiście częściej obracali akcjami.

## NADMIERNA PEWNOŚĆ SIEBIE A RYNEK

Kiedy duża liczba inwestorów zaczyna jednocześnie wykazywać nadmierną pewność siebie, skutki tego zjawiska dają się zaobserwować na rynku papierów wartościowych. Badania rachunków maklerskich nadmiernie pewnych siebie inwestorów pozwoliły stwierdzić, że dokonują oni częstych obrotów akcjami. Pytanie brzmi: czy to zachowanie można zaobserwować, przyglądając się rynkowi jako takiemu? Wielu badaczy uważa, że tak. Szczególnie w okresach, w których cały rynek zyskuje na wartości, wielu inwestorów zaczyna przypisywać odniesione sukcesy swoim umiejętnościom i w rezultacie wykazuje nadmierną pewność siebie. Może to doprowadzić do sytuacji, w której duża grupa inwestorów zacznie aktywniej handlować akcjami, co odbije się na obrotach notowanych na całym rynku.

Badania miesięcznych zwrotów z rynku akcji oraz obrotów notowanych na tym rynku obejmujące okres 40 lat pozwalają stwierdzić, że w miesiącach następujących po okresach szczególnie wysokich zwrotów odnotowywano wzrost obrotów<sup>11</sup>. Na przykład relatywnie wysoki miesięczny zwrot na poziomie 7% przekładał się na wyższe obroty w kolejnych sześciu miesiącach. Wzrost ten można porównać do siedmiu miesięcy normalnych obrotów ściśniętych w sześć miesięcy. Po spadku wartości indeksów następował natomiast spadek obrotów. Zyski osiągnięte w dobrych miesiącach inwestorzy zdają się przypisywać swoim własnym umiejętnościom, co skłania ich do częstszego obrotu akcjami. Słabe wyniki tymczasem pozbawiają ich w pewnym stopniu wiary

---

<sup>11</sup> Meir Statman, Steven Thorley, Keith Vorkink, *Investor Overconfidence and Trading Volume*, „Review of Financial Studies”, 19 (2006), s. 1531 – 1565.



w siebie, a tym samym skutkują spadkiem intensywności transakcji. Być może właśnie dlatego stare powiedzenie rodem z Wall Street przypomina, że hossa i mądre inwestowanie to nie to samo.

## Nadmierna pewność siebie a ryzyko

Nadmierna pewność siebie wpływa również na zachowania związane z podejmowaniem ryzyka. Racjonalnie postępujący inwestorzy starają się maksymalizować zwrot z inwestycji przy jednoczesnej minimalizacji ryzyka. Inwestorzy nacechowani nadmierną pewnością siebie zazwyczaj błędnie oceniają poziom ryzyka, które podejmują. Skoro inwestor jest przekonany, że zakupione przez niego akcje przyniosą duży zysk, to gdzie tu ryzyko?

Portfele zbyt pewnych siebie inwestorów obarczone są dużym poziomem ryzyka z dwóch podstawowych powodów. Po pierwsze, mają oni tendencję do kupowania akcji podwyższonego ryzyka. Są to najczęściej papiery mniejszych, stosunkowo krótko działających spółek. Po drugie, ich portfele są w zbyt niskim stopniu zdywersyfikowane. Poziom ryzyka można mierzyć w różny sposób. Najczęściej spotykanymi wskaźnikami są: zmienność wartości portfela (ang. *volatility*), wskaźnik beta i wielkość spółek wchodzących w jego skład. Wskaźnik zmienności wskazuje na to, w jakim stopniu wartość portfela podlega wahaniom. Portfele o wysokim wskaźniku zmienności często dramatycznie zmieniają swoją wartość, co jest uznawane za oznakę niewystarczającej dywersyfikacji. Wskaźnik beta jest powszechnie używaną miarą ryzyka rynkowego związanego z inwestycją w dany instrument. Mierzy on zmiany zachodzące w wartości portfela w stosunku do całego rynku. Beta o wartości równej 1 wskazuje, że wartość portfela podąża za zmianami rynku. Wyższy poziom wskaźnika beta informuje, że portfel obciążony jest większym ryzykiem i wykazuje większą zmienność niż rynek jako całość.

Cykl badań przeprowadzonych przez Barbera i Odeana ukazuje, że inwestorzy nacechowani zbytnią pewnością siebie podejmują większe ryzyko. Wyniki analiz dowodzą, że grupą podejmującą największe ryzyko są samotni mężczyźni; za nimi plasują się mężczyźni żonaci,

zameżne kobiety i ostatecznie kobiety samotne. Tym samym portfele samotnych mężczyzn cechują się najwyższym poziomem wskaźników zmienności i beta oraz obecnością w nich papierów mniejszych spółek. Biorąc pod uwagę przeprowadzony wcześniej podział inwestorów na pięć grup w zależności od wskaźnika rotacji portfela, ci o portfelach, których ten wskaźnik był wysoki, inwestowali zwykle w akcje mniejszych spółek z wyższymi wartościami wskaźnika beta niż ci z grup rzadko dokonujących transakcji. Ogólnie mówiąc, inwestorzy o wysokim stopniu pewności siebie postrzegali swoje działania inwestycyjne jako bezpieczniejsze, niż okazywały się one w rzeczywistości.

## Iluzoryczna wiedza

Skąd się bierze owa nadmierna pewność siebie? Po części jest to efekt iluzji wiedzy. Jest to ściśle związane z ludzką tendencją do utwierdzania się w przekonaniu o słuszności swoich przewidywań na podstawie coraz większej ilości gromadzonych informacji. Mówiąc prościej, wydaje się nam, że rosnąca ilość informacji pogłębia naszą wiedzę w jakiejś materii i udoskonala podejmowane przez nas na tej podstawie decyzje<sup>12</sup>.

Ta prawidłowość nie zawsze jednak się sprawdza. Przykład: jeśli miałbym wykonać rzut sześcienną kością do gry, jaki numer byś obstawił i z jakim prawdopodobieństwem? Sprawa wydaje się oczywista: możesz wybrać dowolny numer od 1 do 6, a prawdopodobieństwo wyrzucenia każdego z nich wynosi  $1/6$ . A gdybym powiedział Ci, że w ostatnich trzech rzutach za każdym razem wypadło 4? Za chwilę rzucę kością jeszcze raz. Jaki numer obstawiłbyś w kolejnym rzucie i z jakim prawdopodobieństwem? Jeśli kość do gry jest proporcjonalna, wtedy odpowiedź nie powinna być inna niż przytoczona wcześniej: dowolny numer od 1 do 6, a prawdopodobieństwo wyrzucenia każdego z nich wynosi  $1/6$ . Dodatkowa informacja (o trzech poprzednich rezultatach rzutu kością) nie zwiększa Twoich możliwości przewidzenia

---

<sup>12</sup> Więcej na temat iluzji wiedzy w: Dane Peterson, Gordon Pitz, *Confidence, Uncertainty, and the Use of Information*, „Journal of Experimental Psychology”, 14 (1988), s. 85 – 92.

rezultatu następnego rzutu. A jednak, wielu ludzi uważa, że „4” ma większe niż  $\frac{1}{6}$  szanse na ponowne wyrzucenie. Inni z kolei twierdzą, że szansa na wypadnięcie po raz kolejny „4” jest mniejsza niż innych wyników. Ludzie ci uważają, że prawdopodobieństwo, że ich przewidywania są trafne, jest większe niż w rzeczywistości. Inaczej mówiąc, dodatkowa informacja zwiększa ich przekonanie o słuszności ich prognozy, mimo że realne szanse na jej spełnienie wcale się nie zwiększyły.

Wartościowe informacje rzeczywiście przekładają się na wzrost precyzji prognoz, problem polega jednak na tym, że mogą w większym stopniu wpływać na wzrost pewności siebie niż na dokładność szacunków inwestora. Innymi słowy nowe i lepsze informacje powodują, że nasza pewność siebie w sporządzaniu prognoz rośnie gwałtownie, pomimo że dane informacje w zaledwie nieznacznym stopniu (jeśli w ogóle) poprawiają precyzję sformułowanych szacunków. Zjawisko to zostało świetnie zobrazowane za pomocą serii eksperymentów, które koncentrowały się na próbach przewidywania wyników uniwersyteckich meczów futbolowych<sup>13</sup>. Uczestnikom wręczono zestaw danych statystycznych (bez nazw drużyn) i poproszono ich, aby wytypowali zwycięzcę oraz zakres różnic punktowych. Mieli również ocenić, jakie jest prawdopodobieństwo, że ich szacunki okażą się słuszne. Potem dostarczono im kolejne informacje na temat danego meczu, a oni stopniowo aktualizowali swoje prognozy oraz szacunki dotyczące prawdopodobieństwa ich trafności. Dla każdego meczu przekazywano badanym pięć zestawów informacji, a jeden uczestnik przewidywał wyniki piętnastu meczów. Na podstawie uzyskanych rezultatów stwierdzono, że dostarczanie kolejnych zestawów informacji nie wpływało na zmianę precyzji prognoz. Na podstawie pierwszego zestawu danych uczestnikom udało się osiągnąć precyzję na poziomie 64%, a po zapoznaniu się ze wszystkimi pięcioma zestawami informacji zdołali oni sformułować trafne prognozy w 66% przypadków. Z drugiej strony, sporządzając przewidywania na podstawie jednego zestawu danych, badani oceniali

---

<sup>13</sup> W. Brooke Elliott, Frank D. Hodge, Kevin E. Jackson, *The Association between Nonprofessional Investors' Information Choices and Their Portfolio Returns: The Importance of Investing Experience*, „Contemporary Accounting Research”, 25:2 (2008), s. 473 – 498.

wiarygodność swoich szacunków na 69%, natomiast po uzyskaniu kompletu danych ich pewność siebie rosła do 79%. W innym eksperymencie ci sami badacze postanowili uszeregować kolejne zestawy informacji według jakości zawartych w nich danych. Część uczestników otrzymywała coraz bardziej przydatne informacje, podczas gdy inni badani otrzymali najlepsze dane na początku, a każdy kolejny zestaw przekazywanych im wskazówek miał coraz mniejszą wartość. Uzyskane wyniki nie różniły się od rezultatów poprzedniego eksperymentu: im więcej badani otrzymywali informacji, tym bardziej byli pewni siebie, chociaż precyzja sporządzanych przez nich prognoz nie ulegała poprawie.

Inwestorzy korzystający z Internetu mają dostęp do ogromnych zasobów informacji. Są to zarówno dane historyczne, takie jak np. notowania, stopy zwrotu czy dane finansowe spółek, jak i informacje rynkowe w czasie rzeczywistym oraz aktualne wysokości cen, wartości obrotu itp. Większości indywidualnych inwestorów brakuje jednak doświadczenia i wprawy zawodowych analityków w interpretowaniu tych informacji. Oznacza to, że informacje te nie dają im takiej wiedzy na temat stanu faktycznego, jaką im się wydaje, że posiadają, ponieważ nie potrafią oni poprawnie interpretować zebranych danych. Na tym właśnie polega różnica między wiedzą a mądrością.

Weźmy na przykład informacje, na podstawie których inwestorzy podejmują decyzje. Zastanówmy się nad różnicą między danymi filtrowanymi i niefiltrowanymi. Informacja niefiltrowana pochodzi bezpośrednio ze źródła, na przykład z dokumentów finansowych spółki. Może być ona trudna do zrozumienia ze względu na zastosowanie żargonu branżowego i stopień skomplikowania reguł księgowości. Informacja filtrowana to nic innego jak dane niefiltrowane poddane stosownej interpretacji i odpowiednio zestawione przez profesjonalistów, a następnie zaprezentowane inwestorom indywidualnym (na przykład opinie analityków lub firm oferujących informacje giełdowe). Nawet początkujący inwestor może gromadzić informacje niefiltrowane, ponieważ jest to łatwe i tanie. Jest jednak wysoce prawdopodobne, że ze względu na swój brak doświadczenia wpadnie on w pułapkę iluzji

wiedzy i znacznie podejmować niewłaściwe decyzje, ponieważ nie będzie potrafił właściwie zinterpretować niefiltrowanej informacji. Byłoby lepiej, gdyby taki inwestor korzystał z danych filtrowanych, dopóki nie nabierze doświadczenia. Przeprowadzono kiedyś badania finansowe, które miały wykazać, z jakiego rodzaju informacji korzystają inwestorzy, na ile są doświadczeni oraz jakie osiągają zwroty ze swoich portfeli<sup>14</sup>. Uzyskane wyniki potwierdziły, że mniej doświadczeni inwestorzy korzystający z informacji niefiltrowanej osiągają niższe zwroty, natomiast posługiwanie się informacją filtrowaną pozwala im uzyskiwać wyższe stopy zwrotu. Bardziej doświadczeni inwestorzy osiągają z kolei wyższe zwroty, kiedy posługują się informacją niefiltrowaną. Można domniemywać, że doświadczenie pozwala im zamienić wiedzę w mądrość.

Wielu inwestorów indywidualnych zdaje sobie sprawę z tych ułomności, dlatego używają Internetu jako wsparcia. Korzystają z umieszczonych w sieci rekomendacji analityków, subskrybują fachowe serwisy informacyjne dla inwestorów a także poznają opinie innych poprzez chaty czy komunikatory. Informacje te należy przyjmować jednak niezwykle ostrożnie. Nie wszystkie rekomendacje pochodzą od ekspertów.

W rzeczywistości tylko niektóre z nich są autorstwa fachowców. Jedną z przeprowadzonych analiz badała notowania akcji rekomendowanych na forum dwóch internetowych grup dyskusyjnych<sup>15</sup>. Większość z rekomendowanych tam papierów wartościowych w ostatnim czasie radziła sobie wyjątkowo dobrze lub wyjątkowo źle. Walory o ponadprzeciętnie wysokich notowaniach rekomendowano jako „kupuj” (zgodnie ze strategią podążania za trendem). Ceny tych akcji w kolejnym miesiącu straciły w stosunku do rynku ponad 19%. Inne walory rekomendowane do zakupu, których notowania w poprzednim miesiącu zachowywały się wyjątkowo źle (strategia kupowania akcji niedowartościowanych), w kolejnym miesiącu osiągnęły wzrosty o ponad 25% wyższe niż rynek. Ogólnie rzecz biorąc, rekomendowane tam papiery wartościowe nie zachowywały się zauważalnie inaczej niż cały rynek.

---

<sup>14</sup> Ibidem.

<sup>15</sup> Michael Dewally, *Internet Investment Advice: Investing with a Rock of Salt*, „Financial Analysts Journal”, 59, lipiec – sierpień 2003, s. 65 – 77.

Inne badanie dowiodło, że pozytywne informacje inwestorskie publikowane na stronie <http://www.RagingBull.com> nie mają żadnego związku ze wzrostami notowań prezentowanych tam papierów w kolejnym dniu czy tygodniu<sup>16</sup>. Dowiedziono jednak, że wyjątkowo duża liczba internetowych rekomendacji dla akcji danej spółki powoduje zwiększenie obrotów nią. Badania przekonują, że internetowe rekomendacje nie stanowią dla inwestorów użytecznego źródła informacji. Jeśli jednak inwestorzy uznają, że owe informacje poszerzyły ich wiedzę, mogą stać się zbyt pewni siebie, co wpłynie na ich decyzje inwestycyjne. Zwiększone obroty rekomendowanymi akcjami dowodzą, że powyższe stwierdzenie może być prawdziwe.

## Iluzoryczna kontrola

Kolejnym istotnym psychologicznym czynnikiem jest iluzoryczna kontrola. Ludziom bardzo często wydaje się, że mają kontrolę nad niekontrolowanymi zdarzeniami. Kluczowymi atrybutami wzmagającymi iluzję kontroli są: wybór, sekwencja rezultatów, znajomość zagadnienia, informacja i aktywne zaangażowanie<sup>17</sup>. Inwestorzy handlujący papierami wartościowymi online ciągle mają z nimi do czynienia.

### WYBÓR

Dokonywanie aktywnego wyboru wywołuje poczucie kontroli. Przykładowo ludzie, którzy wysyłają na losowanie LOTTO wybrane przez siebie numery, często uważają, że mają większą szansę wygranej niż w przypadku kuponów chybił trafił. Ponieważ maklerzy giełdowi nie doradzają inwestorom handlującym online, muszą oni sami dokonać wyboru, co (i kiedy) kupić lub sprzedać.

---

<sup>16</sup> Robert Tumarkin, Robert F. Whitelaw, *News or Noise? Internet Postings and Stock Prices*, „Financial Analysts Journal”, maj – czerwiec 2001, s. 41 – 51.

<sup>17</sup> Paul Presson, Victor Benassi, *Illusion of Control: A Meta-Analytic Review*, „Journal of Social Behavior and Personality”, 11 (1996), s. 493 – 510.

## **SEKWENCJA REZULTATÓW**

Sekwencja rezultatów działań ma wpływ na iluzoryczną kontrolę. Pozytywne rezultaty pierwszych decyzji dają inwestorowi większe poczucie iluzorycznej kontroli niż w przypadku negatywnych rezultatów początkowych działań. W okresie późnych lat 90. inwestorzy często przerzucali się na handel online i przejmowali kontrolę nad swoimi inwestycjami, ponieważ był to okres dominacji „byków” na rynku, wielu z nich osiągało pozytywne rezultaty.

## **ZNAJOMOŚĆ ZAGADNIENIA**

Im bardziej ludziom znane jest dane zagadnienie, tym większe mają poczucie, że je kontrolują. Jak to zostało omówione w dalszej części tego rozdziału, ludzie, zapoznając się ze środowiskiem inwestowania online, stawali się coraz aktywniejszymi uczestnikami rynku i użytkownikami internetowych serwisów informacyjnych.

## **INFORMACJA**

Im więcej informacji, tym większe poczucie iluzorycznej kontroli. Wpływ ogromu informacji dostępnych w Internecie został już zaprezentowany.

## **AKTYWNE ZAANGAŻOWANIE**

Jeśli ktoś uczestniczy w znaczącym stopniu w jakimś przedsięwzięciu, to jego poczucie kontrolowania tego zdarzenia jest odpowiednio silniejsze. Ludzie inwestujący online w znaczącym stopniu samodzielnie uczestniczą w procesie inwestowania. Również inwestorzy korzystający z usług maklerów tylko na zasadzie pośrednictwa, a nie doradztwa, muszą sami podejmować swe decyzje inwestorskie. Ci ludzie sami zbierają i analizują informacje, podejmują decyzje i dokonują transakcji.

Internet sprzyja coraz większemu osobistemu zaangażowaniu, oferując takie narzędzia jak chaty dla inwestorów, elektroniczne platformy wymiany informacji czy grupy dyskusyjne. Firmy oferujące informacje na temat rynku kapitałowego, jak Yahoo!, Motley Fool, Silicon Investor czy The Raging Bull, sponsorują platformy wymiany informacji na swoich stronach, gdzie inwestorzy mogą dzielić się swoimi poglądami. Platformy dostępne są praktycznie dla każdego papieru wartościowego notowanego na giełdzie. Użytkownicy, podpisując się nickiem, mogą dodawać tam swoje opinie lub tylko czytać informacje umieszczone przez innych.

## SUKCESY W PRZESZŁOŚCI

Nadmiernej pewności siebie można „nabawić się” poprzez sukcesy osiągnięte w przeszłości. Jeśli przeszłe decyzje okazywały się trafne, to przypisuje się to kompetencjom i umiejętnościom. Jeśli natomiast kończyły się porażkami, najczęściej tłumaczy się je pechem. Im więcej odniesionych sukcesów, tym większą rolę w ich osiągnięciu przypisuje się własnym umiejętnościom, nawet jeśli wiele z nich było efektem szczęśliwego zbiegu okoliczności.

W okresach dominacji „byków” na rynku inwestorzy w zbyt dużym stopniu przypisują odnoszone sukcesy swoim kompetencjom, co sprawia, że stają się nadmiernie pewni siebie. W efekcie obserwujemy, że zbyt pewne siebie zachowania (np. duża ilość zawieranych transakcji, podejmowanie zwiększonego ryzyka) są bardziej charakterystyczne dla hossy niż na rynku niedźwiedzia<sup>18</sup>.

Tego typu zachowanie było widoczne podczas hossy późnych lat 90. i następującej po niej bessy. Kiedy byki panowały na rynku, inwestorzy indywidualni stali się nadzwyczajnie aktywni. Inwestowali oni nieproporcjonalnie dużą część swojego kapitału w ryzykowne walory, a na dodatek „lewarowali” swoje pozycje poprzez wykorzystywanie pożyczo-

---

<sup>18</sup> Simon Gervais, Terrance Odean, *Learning to Be Overconfident*, „Review of Financial Studies”, 14 (2001), s. 1 – 27. Więcej także w: Kent Daniel, David Hirshleifer, Avaniidhar Subrahmanyam, *Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing*, „Journal of Finance”, 56 (2001), s. 921 – 965.



nego kapitału i ograniczanie części swoich marż<sup>19</sup>. Zachowania te stopniowo zanikały wraz z przemijaniem pewności siebie związanej z hossą i nastaniem ponurego rynku niedźwiedzia.

## Handel online

Brad Barber i Terrance Odean śledzili zachowania grupy 1607 inwestorów, którzy zmienili sposób realizacji zleceń inwestycyjnych z telefonicznych kontaktów z maklerem na system internetowy<sup>20</sup>. W dwuletnim okresie poprzedzającym zmianę systemu na internetowy średni wskaźnik rotacji portfela wynosił około 70%. Po zmianie na handel online wskaźnik ten natychmiast podskoczył, osiągając wartość 120%. W pewnej części wzrost ten był tylko przejściowy, jednak w perspektywie dwóch lat po owej zmianie średnia wartość wskaźnika rotacji portfela wyniosła u tych inwestorów 90%.

Inne badanie<sup>21</sup> analizowało wpływ internetowego handlu w ramach planów emerytalnych 401(k)<sup>22</sup>. 100 000 uczestników planu emerytalnego w dwóch firmach umożliwiono handel zgromadzonymi przez nich aktywami za pośrednictwem Internetu. Zaletą tego badania było to, że odbywało się to w ramach kwalifikowanych planów emerytalnych, gdzie kwestie płynności finansowej i sprzedaży ze względów podatkowych

---

<sup>19</sup> Brad Barber, Terrance Odean, *The Internet and the Investor*, „Journal of Economic Perspectives”, 15 (2001), s. 41 – 54.

<sup>20</sup> Brad Barber, Terrance Odean, *Online Investors: Do the Slow Die First?*, „Review of Financial Studies”, 15 (2002), s. 455 – 487.

<sup>21</sup> James Choi, David Laibson, Andrew Metrick, *How Does The Internet Increase Trading? Evidence from Investor Behavior in 401(k) Plans*, „Journal of Financial Economics”, 64 (2002), s. 397 – 421.

<sup>22</sup> 401(k) to najpowszechniejszy w USA rodzaj pracowniczych planów emerytalnych. Składki są odciągane z pensji pracownika w ustalonej przez niego wysokości. Opcjonalnie pracodawca może „podwoić” wysokość składki pracownika, dokładając drugą połowę z własnych pieniędzy. Zyski z inwestycji są wolne od podatku do momentu wypłaty, a zgromadzony kapitał może być przenoszony do innego planu w przypadku zmiany pracy. Pracownicy mają także (do pewnego stopnia) możliwość zarządzania zgromadzonym kapitałem osobiście — *przyp. tłum.*

nie stanowiły czynnika zniekształcającego efekty analiz. Wszystkie transakcje można było uznać za czysto spekulacyjne. Wyniki badań były zbieżne z analizą wpływu nadmiernej pewności siebie na handel. Dowiedziono, że częstotliwość transakcji uległa podwojeniu, a wskaźnik rotacji portfeli inwestycyjnych wzrósł o 50%.

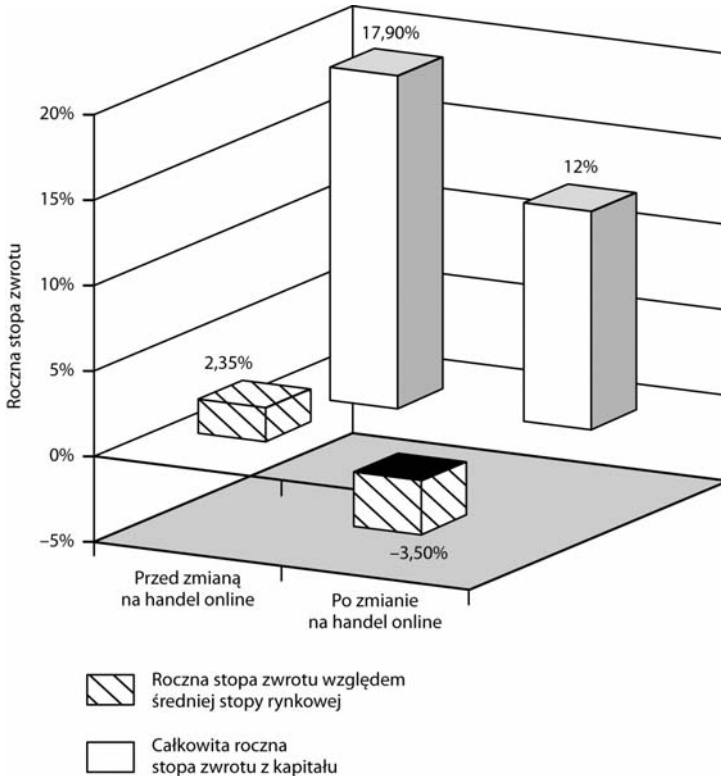
## **HANDEL ONLINE A EFEKTY INWESTOWANIA**

Brad Barber i Terrance Odean zbadali także efekty inwestowania przed i po przestawieniu się inwestorów na handel internetowy. Inwestorzy objęci badaniem radzili sobie całkiem dobrze przed przestawieniem się na transakcje online. Średnia stopa zwrotu w skali roku wynosiła dla nich prawie 18% (rysunek 2.3). Było to o 2,35 punktu procentowego więcej, niż wyniósł średni rynkowy zwrot. Po zmianie systemu na internetowy zwroty z ich inwestycji zmniejszyły się. Średnio zarobili oni w skali roku około 12%, co było wartością o 3,5 punktu mniejszą niż średni rynkowy zwrot.

Dobre wyniki osiągane przez inwestorów przed przestawieniem się na system online wzmogły poczucie nadmiernej pewności siebie spowodowane iluzoryczną kontrolą (wskutek sekwencji pozytywnych zdarzeń). Owa zbytnia pewność siebie mogła skłonić ich do wyboru internetowego systemu handlu papierami wartościowymi. Niestety, handel w systemie online wzmaga negatywne efekty nadmiernej pewności siebie poprzez zwiększanie liczby transakcji. Efektem tego jest zmniejszenie stóp zwrotu zainwestowanego kapitału.

Podsumowując, inwestorzy indywidualni bywają zbyt pewni swoich umiejętności, wiedzy i przewidywań. Nadmierna pewność siebie prowadzi do nieuzasadnionego zwiększenia liczby zawieranych transakcji, co skutkuje zmniejszeniem zwrotu z zainwestowanego kapitału. Mniejsze zwroty wynikają z większych kosztów prowizji od transakcji oraz tendencji do zakupu akcji, które radzą sobie gorzej niż te sprzedane. Nadmierna pewność siebie skutkuje także skłonnością do podejmowania większego ryzyka poprzez zbyt słabe dywersyfikowanie portfela oraz zakupy akcji mniejszych spółek o wyższych wskaźnikach beta. W końcu moda na korzystanie z rachunków maklerskich online sprawiła, że inwestorzy są bardziej pewni siebie niż kiedykolwiek dotąd.

**Rysunek 2.3. Całkowita roczna stopa zwrotu oraz różnica w rocznej stopie zwrotu i średniej rynkowej inwestorów przed i po zmianie rachunku inwestycyjnego na internetowy**



## Pytania:

1. Czy inwestorzy będą bardziej pewni siebie w czasie rynku byka, czy w czasie rynku niedźwiedzia? Dlaczego?
2. Jak mógłby zmienić się portfel inwestora w latach 1995 – 2000, gdyby stał się on zbyt pewny siebie? Podaj przykłady liczby i rodzajów papierów wartościowych w jego portfelu.

3. W jaki sposób Internet daje iluzję posiadania wiedzy?
4. W jaki sposób korzystanie z internetowych rachunków maklerskich (w odniesieniu do tradycyjnych usług maklerskich) kreuje iluzję kontrolowania sytuacji?