



Grzegorz Maciejewski

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Kolegium Ekonomii
Katedra Rynku i Konsumpcji
grzegorz.maciejewski@ue.katowice.pl

Dawid Lesznik

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Kolegium Ekonomii
Katedra Rynku i Konsumpcji
dawid.lesznik@edu.uekat.pl

WYBRANE ASPEKTY ZACHOWAŃ INWESTORÓW ORAZ TRADERÓW GIEŁDOWYCH NA RYNKACH FINANSOWYCH

Streszczenie: Dla osiągnięcia długookresowego wzrostu kapitału wymagany jest trzeźwy osąd, który może zaburzać szereg podatności i efektów psychologicznych. Niniejszy artykuł ma charakter badawczy. Celem jest zidentyfikowanie subiektywnego stopnia ulegania wybranym efektom przy zawieraniu transakcji wśród polskich inwestorów oraz traderów giełdowych, a także ich profili. Szczególnie uwidoczniło się podatność na działanie efektu dyspozycji w aspekcie przetrzymywania walorów przynoszących straty. Uzyskano potwierdzenie proponowanego w literaturze rozróżnienia traderów giełdowych ze względu na ich krótkookresowy horyzont transakcyjny. Prezentowane wyniki mogą stanowić głos w dyskusji co do różnic w zachowaniach giełdowych między odrębnymi grupami inwestorów indywidualnych, wskazując kierunek do dalszych badań oraz być wykorzystane przez domy maklerskie.

Słowa kluczowe: rynki finansowe, inwestowanie, trading, psychologia ekonomiczna, finanse behawioralne.

JEL Classification: D14, G11, G41.

Wprowadzenie

Rynki finansowe we współczesnej gospodarce nie stanowią jedynie mechanizmu regulującego przebieg procesów w niej zachodzących, lecz wywierają także znaczący wpływ na zachowania podmiotów funkcjonujących w ich ramach (Al-Kaber, 2010, s. 11). Oprócz podmiotów instytucjonalnych, działają na nich także osoby indywidualne, zawierające transakcje z zamiarem osiągnięcia zysku – inwestorzy (Wierzbicka, 2016). Pośród ich wielu klasyfikacji można wyróżnić kryterium uwzględniające horyzont transakcyjny, dzieląc inwestorów

na krótkoterminowych oraz długoterminowych. Istnieje także kategoria traderów giełdowych, co do której nie została wypracowana jednolita definicja. Wskazuje się na wysoką częstotliwość dokonywanych przez nich transakcji oraz krótki ich horyzont (Niederman, 2000, s. 73), czym mogą zbliżać się do kategorii inwestorów krótkoterminowych. Podkreśla się jednak, że to właśnie czynnik krótkiego czasu trzymania pozycji i szybkie jej zamykanie w razie straty powoduje to różniczenie (Patterson, 2002, s. 465-466).

Niezależnie od obranego horyzontu transakcyjnego czy formy aktywności na rynku, dla osiągnięcia długofalowych zysków kluczowa jest racjonalna ocena informacji napływających z rynku. Ekonomia behawioralna, na podstawie teorii perspektywy opracowanej przez Kahnemana i Tversky'ego, wskazuje, że właściwy osąd zaburzać może szereg heurystyk, na które „człowiek rzeczywisty”, w odróżnieniu od obecnego w ekonomii neoklasycznej *homo oeconomicus*, jest podatny (Bąk, 2011). Ważną zatem kwestią, wymagającą identyfikacji, jest profil polskich inwestorów indywidualnych oraz stopień subiektywnego ulegania wybranym efektom psychologicznym przy podejmowaniu decyzji transakcyjnych. Problemy te postawili przed sobą autorzy niniejszego artykułu. Podstawę źródłową przedstawianych zagadnień stanowi literatura przedmiotu oraz badania pierwotne przeprowadzone przez autorów.

1. Przegląd literatury

Rynki finansowe, składające się na system finansowy, można podzielić na rynek pieniężny, kapitałowy, walutowy oraz instrumentów pochodnych. Rynek pieniężny, na którym ma miejsce obrót kapitałem krótkoterminowym, pozostaje poza zasięgiem większości inwestorów indywidualnych, z uwagi na wysokie kwotowo progi wejścia ustalone dla poszczególnych instrumentów dostępnych w jego ramach (Frączek, 2012, s. 35). Istnieje także klasyfikacja uwzględniająca miejsce dokonywania transakcji, dzieląca rynki na giełdowe – regulowane w ramach tej instytucji – oraz pozagiełdowe (OTC), gdzie transakcje zawierane są z jej pominięciem, a obrót jest nieregulowany (Dębski, 2014, s. 155). Inwestorzy indywidualni, działający na każdym z rynków, mają do wyboru szereg instrumentów finansowych umożliwiających ulokowanie kapitału. W przypadku traderów, obrót nimi może przyjąć formę day-tradingu, polegającego na spekulacji opierającej się o krótkotrwałe zmiany cen (Zalewski, 2008, s. 151). Skrajnym jego przykładem jest strategia scalpingu, w przypadku której zawierane są nawet setki transakcji w czasie jednej sesji giełdowej, celem osiągnięcia zysku dzięki minimalnym ruchom cen (www 1).

Sam proces inwestowania najszerszej definiowany jest jako podejmowanie bieżących wyrzeczeń dla osiągnięcia przyszłych korzyści (Hirshleifer, 1965), co stanowi racjonalne odraczenie terażniejszej gratyfikacji na rzecz przyszłej konsumpcji. Pod koniec drugiej dekady XXI w. poglądy o racjonalności inwestorów, choć dobrze ugruntowane w teorii ekonomicznej, coraz częściej są kwestionowane (Zaleśkiewicz, 2003, s. 9). Nauka finansów behawioralnych wyróżnia szereg efektów oraz heurystyk, których używają inwestorzy. Myślenie na sposób heurystyczny stanowi uproszczony sposób przetwarzania informacji w obliczu ich ograniczoności oraz niedostatecznych możliwości poznawczych ludzkiego umysłu (Zaleśkiewicz, 2012, s. 57). Heurystyki, choć w myśl idei racjonalności ekologicznej mogą być wystarczające i pomocne w funkcjonowaniu w złożonym środowisku (Gigerenzer i Gaissmaier, 2011), mogą stanowić także poważną przeszkodę w przypadku podejmowania działalności na rynkach finansowych. Przykładem może być heurystyka afektu, polegająca na ocenianiu zjawisk z punktu widzenia stanów emocjonalnych, które nie mają z nimi nic wspólnego (Zielonka, 2011, s. 65). Ujawnia się ona w skłonności inwestorów niedoinformowanych w specyfice danych instrumentów do kojarzenia „dobrych” akcji jako charakteryzujących się niskim poziomem ryzyka i jednocześnie wysoką stopą zwrotu, zaś „złych” odwrotnie (Ganzach, 2000).

Wśród potencjalnie niebezpiecznych dla posiadanego kapitału tendencji można wyróżnić efekt jeziora Woebegone. W przypadku inwestorów, przy złudzeniu ponadprzeciętności, następuje przecenianie własnych umiejętności i zawieranie zbyt wielu transakcji (Montier, 2002, s. 1-3). Niektórzy badacze wskazują jednak, że tak zwany *overtrading* niekoniecznie musi *ex ante* stanowić o mniejszych zyskach z podejmowanej działalności (Bregu, 2016). Sama zaś relatywnie duża liczba przeprowadzonych transakcji nie musi wynikać z nadmiernej pewności siebie, a może być zależna od przyjętej formy aktywności na rynku i obranego horyzontu transakcyjnego. Jednym z najczęściej przywoływanych przykładów nieracjonalności inwestorów jest efekt dyspozycji, objawiający się z jednej strony skłonnością do zbyt szybkiego sprzedawania walorów droższych, a z drugiej do przetrzymywania taniejących (Shefrin i Statman, 1985). Wskazuje się, że może być to wynikiem oceniania wielkości zysków i strat relatywnie do ceny zakupu instrumentu finansowego, stanowiącej punkt odniesienia, oraz awersji do ryzyka w dziedzinie zysków a skłonności do niego w dziedzinie strat (Weber i Camerer, 1998). Wyjaśnienie to łączy się także z zaczerpniętą z teorii perspektywy S-kształtną funkcją wartości, która jest wypukła dla strat, a wklęsła dla zysków (Czerwionka i Gorlewski, 2012, s. 76-83). W przetrzymywaniu walorów przynoszących straty nie bez znaczenia może być również efekt

kosztów utopionych, polegający na chęci uniknięcia mentalnego zaksięgowania definitywnej straty i uporczywym trwaniu przy pierwotnej decyzji (Thaler, 2018, s. 93-97).

Z innych efektów podkreśla się także rolę autorytetów na rynkach finansowych wpływających na decyzje swoich zwolenników. Wraz z przyrostem ich liczby, do stawianych rekomendacji zaczyna stosować się efekt samospełniającej się przepowiedni, co powoduje jeszcze większy wzrost estymy postrzeganych ekspertów (Elder, 1998, s. 31-38). Wyniki badań wskazują jednak, że prognozy eksperckie są jedynie niewiele bardziej trafne niż przewidywania osób będących laikami w danej dziedzinie (Kahneman, 2012, s. 293-294). Wśród inwestorów istnieje tendencja do nadmiernej pewności siebie, jak i podporządkowywania swoich działań opiniom autorytetów rynkowych. Praktycy giełdowi zwracają uwagę na konieczność beznamiętnego podejścia do działalności na rynkach finansowych, z uwagi na zgubne skutki popadania w emocjonalność przy zawieraniu transakcji (Elder, 1998, s. 42-43). Ideą byłaby zatem czysta kalkulacja statystyczna i całkowita obojętność wobec wyniku transakcji – zarówno w dziedzinie zysków, jak i strat, co stanowi przeciwieństwo efektu dyspozycji.

2. Metodyka podjętych badań i opis badanej próby

Celem autorów było zbadanie m.in. deklarowanej emocjonalności polskich inwestorów giełdowych, ich stopnia ulegania opiniom ekspertów giełdowych, jak i efektowi dyspozycji. Badania pierwotne, dla potrzeb niniejszego artykułu, zostały przeprowadzone na przełomie marca i kwietnia 2019 r. Wykorzystano metodę ankietową, technikę ankiety on-line. Zawierała ona dziewięć pytań merytorycznych – w większości sformułowanych w formie autorskich skal porządkowych, dwubiegunowych, 7-stopniowych – oraz 8 pytań metryczkowych. Dodatkowo, zainteresowane osoby mogły pozostawić swój adres e-mail, celem otrzymania opublikowanego na podstawie badań artykułu, z czego skorzystało 36% respondentów. Badania przeprowadzono wśród grupy osób podejmujących działalność inwestycyjną na rynkach finansowych, które odpowiedziały na zaproszenie badaczy do udziału w badaniach. Linki do kwestionariuszy zostały zamieszczone na polskich forach oraz grupach tematycznych w serwisie Facebook związanych z działalnością na rynkach finansowych. Szacuje się, że krąg ich odbiorców mógł wynieść około dwóch tysięcy osób. Oprócz tego, dzięki uprzejmości jednego z portali branżowych, zaproszenia do udziału w badaniach zostały dwukrotnie dołączone do newslettera kierowanego do osób zaintereso-

wanych tematyką giełdową i zapisanych do bazy mailingowej, która zawierała około sześciu tysięcy adresów e-mail. Liczba aktywnych w Polsce inwestorów giełdowych szacowana jest na około 80 tysięcy osób (www 2), zaś liczba traderów nie jest znana. Przyjęto, że łączna liczba aktywnych osób z obu grup, to 100 tysięcy osób. W efekcie przeprowadzonego badania uzyskano blisko dwieście odpowiedzi. Do dalszych analiz zakwalifikowano 154 kompletnie i poprawnie wypełnionych kwestionariuszy. Analizy zostały przeprowadzone za pomocą pakietu statystycznego SPSS 25 i programu do wizualizacji tekstu WordClouds.

W próbie znacząco przeważali mężczyźni, stanowiąc 94,8% badanych. Mediana wieku wyniosła 44 lata, charakterystyka badanej próby została przedstawiona w tab. 1.

Tabela 1. Charakterystyka badanej próby (N = 154)

Wyszczególnienie		Badana próba	
		w l.b.	w %
Płeć	kobieta	8	5,2
	mężczyzna	146	94,8
Wiek	18-35	50	32,5
	36-45	32	20,8
	46-59	43	27,9
	60 i więcej	29	18,8
Stan cywilny	panna/kawaler	54	35,1
	mężatka/zonaty	83	53,9
	rozwidziona/y	12	7,8
	wdowa/wdowiec	5	3,2
Wykształcenie	podstawowe	1	0,7
	zasadnicze zawodowe	8	5,2
	średnie	36	23,3
	wyższe	109	70,8
Miejsce zamieszkania	wieś	22	14,3
	miasto do 50 tys. mieszkańców	24	15,6
	miasto między 51-200 tys. mieszkańców	27	17,5
	miasto powyżej 200 tys. mieszkańców	81	52,6
Subiektywna ocena swojej sytuacji majątkowej	bardzo dobra	17	11,0
	dobra	77	50,0
	przeciętna	55	35,7
	zła	4	2,6
	bardzo zła	1	0,7
Forma aktywności na rynku	trader	92	59,7
	inwestor	62	40,3

Źródło: Badania własne.

Respondenci najczęściej byli osobami młodymi, w wieku 18-35 lat (32,5%). Ponad połowę badanych (53,9%) stanowiły osoby w związkach małżeńskich, blisko 71% ankietowanych legitymowało się wykształceniem wyższym. W grupie przeważali mieszkańcy miast różnej wielkości oraz osoby deklarujące dobrą sytuację materialną. Ankietowani identyfikowali się jako traderzy w 59,7% przypadków, zaś jako inwestorzy w 40,3% (tab. 1). Deklaracje wykonywanych przez badanych zawodów zostały przedstawione na rys. 1 w formie chmury tagów, gdzie wielkość poszczególnych słów reprezentuje częstość występowania danych zawodów w odpowiedziach badanych.



Rys. 1. Chmura tagów na podstawie deklaracji wykonywanych przez respondentów zawodów

Źródło: Badania własne.

Ankietowani najczęściej wykonywali zawody mechanika i analityka lub byli na emeryturze. Często wskazywali także zawód informatyka, przedsiębiorcy oraz ekonomisty (rys. 1).

3. Wyniki badań i ich analiza

W przeprowadzonych badaniach przyjęto podział horyzontu transakcyjnego na cztery kategorie czasowe: jednosesyjny (*intraday*, transakcja w ramach jednej sesji giełdowej lub dnia w przypadku rynku Forex), krótkoterminowy (do tygodnia), średnioterminowy (do miesiąca) oraz długoterminowy (powyżej miesiąca). Wśród badanych dominowały osoby handlujące na sposób jednosesyjny (34,4%) oraz długoterminowo (26,0%). Szczegółowy podział ankietowanych zawiera tab. 2.

Tabela 2. Najczęstszy horyzont transakcyjny – deklaracje badanych według ich cech (N = 154, w %)

Wyszczególnienie	Próba ogółem	Respondenci według											
		wieku				stanu cywilnego		wielkości miejsca zamieszkania		subiektywnej oceny swojej sytuacji materialnej		formy aktywności na rynku	
		18-35	36-45	46-59	60+	w związkach	samo-tni	poniżej 200 tys. mieszkań-ców	powyżej 200 tys. mieszkań-ców	zadowa-lająca	nie-zadowa-lająca	tra-der	inwe-stor
Jednosesyjny	34,4	26,0	40,6	32,5	44,8	42,2	25,4	42,5	27,2	29,8	41,6	56,5	1,6
Krótkoterminowy	19,5	26,0	25,0	14,0	10,3	13,2	26,8	16,5	22,2	18,1	21,7	26,1	9,7
Średnioterminowy	20,1	20,0	18,8	27,9	10,3	20,5	19,7	20,5	19,8	20,2	20,0	15,2	27,4
Długoterminowy	26,0	28,0	15,6	25,6	34,6	24,1	28,1	20,5	30,8	31,9	16,7	2,2	61,3

Źródło: Badania własne.

Ze względu na wiek, wśród badanych od 18. do 35. roku życia nieznacznie przeważały osoby o długoterminowym nastawieniu (28,0%). Respondenci powyżej tej granicy wieku zdecydowanie opowiadali się za obrotem jednosesyjnym. W przypadku badanych samotnych (rozumianych jako kawalerzy, rozwodnicy, wdowcy) wystąpił mniej więcej równy podział, wyłączając horyzont średnioterminowy. Ankietowani o subiektywnie zadowalającej sytuacji materialnej (odpowiedzi: bardzo dobra lub dobra) preferowali obrót długoterminowy (31,9%) lub jednosesyjny (29,8%), zaś znajdujący się w sytuacji niezadowalającej (odpowiedzi: przeciętna, zła, bardzo zła) zdecydowanie jednosesyjny (41,6%). Respondenci określający się jako inwestorzy w zdecydowanej większości charakteryzowali się horyzontem powyżej miesięcznego (61,3%), zaś traderzy grą w ramach jednej sesji (56,5%), co zdaje się potwierdzać proponowane w literaturze rozróżnienia między tymi dwoma grupami (tab. 2).

W próbie przeważały osoby posiadające jedynie ogólne wyznaczniki co do kierunku podejmowanych transakcji lub plan, którego nie zawsze się trzymali – po 32,5%. Dominacja tych dwóch odpowiedzi wystąpiła także w innych przekrojach, które prezentuje tab. 3.

Tabela 3. Posiadanie planu inwestycyjnego i stopień jego przestrzegania – deklaracje badanych według ich cech (N = 154, w %)

Wyszczególnienie	Próba ogółem	Respondenci według											
		wieku				stanu cywilnego		wielkości miejsca zamieszkania		subiektywnej oceny swojej sytuacji materialnej		formy aktywności na rynku	
		18-35	36-45	46-59	60+	w związkach	samotni	poniżej 200 tys. mieszkańców	powyżej 200 tys. mieszkańców	zadowolająca	niezadowolająca	trader	inwestor
Brak	9,7	6,0	12,5	2,3	24,1	9,7	9,9	15,1	4,9	7,4	13,3	5,5	16,1
Tylko ogólne wyznaczniki	32,5	36,0	25,0	41,9	20,7	28,9	36,5	34,2	30,9	28,7	38,3	33,7	30,7
Posiada, ale nie trzyma się go ściśle	32,5	28,0	40,6	25,6	41,4	36,1	28,2	28,8	35,8	39,4	21,7	29,3	37,1
Posiada i stara się go zawsze przestrzegać	25,3	30,0	21,9	30,2	13,8	25,3	25,4	21,9	28,4	24,5	26,7	31,5	16,1

Źródło: Badania własne.

W analizowanych grupach wiekowych, plan transakcyjny posiadało najczęściej (62,5%) respondentów w wieku 36-45, największy też ich odsetek starał się go zawsze przestrzegać (30,2%). Do braku jakiegokolwiek planu przyznało się 24,1% ankietowanych powyżej 60 lat, co stanowi wynik najwyższy spośród wszystkich badanych przekroi. Traderzy, choć najczęściej posiadali jedynie ogólne wyznaczniki (33,7%), byli grupą średnio rzecz biorąc najbardziej zdyscyplinowaną – swojego opracowanego planu starało się zawsze przestrzegać 31,5% z nich. Inwestorzy z kolei najczęściej nie trzymali się planu dokładnie (37,1%) – tab. 3.

W ogóle badanych przeważały osoby wykazujące lekką skłonność do ryzyka (pozycja 5 na skali – 33,8%), a tendencja ta wystąpiła we wszystkich analizowanych przekrojach, wyjąwszy osoby w wieku 60+. Dane przekrojowe zaprezentowane zostały w tab. 4.

Tabela 4. Skłonność do ryzyka – deklaracje badanych według ich cech (N = 154)

Wyszczególnienie	Próba ogółem	Respondenci według											
		wieku				stanu cywilnego		wielkości miejsca zamieszkania		subiektywnej oceny swojej sytuacji materialnej		formy aktywności na rynku	
		18-35	36-45	46-59	60+	w związkach	samotni	poniżej 200 tys. mieszkańców	powyżej 200 tys. mieszkańców	zadowolająca	niezadowolająca	trader	inwestor
1 – wysoka awersja do ryzyka	1,9	–	–	–	10,3	2,4	1,4	2,8	1,3	–	5,0	2,2	1,6
2	5,8	4,0	6,3	4,7	10,3	4,8	7,0	6,8	4,9	5,3	6,7	4,3	8,1
3	11,0	10,0	6,3	18,6	6,9	13,3	8,5	17,8	4,9	13,8	6,7	10,9	11,3
4	26,0	22,0	21,9	30,2	31,1	24,1	28,2	27,4	24,7	25,5	26,6	23,9	29,0
5	33,8	34,0	37,5	34,9	27,6	32,5	35,2	31,5	35,8	33,0	35,0	33,7	33,9
6	18,2	26,0	25,0	9,3	10,3	19,3	16,9	9,6	25,9	20,2	15,0	20,7	14,5
7 – wysoka skłonność do ryzyka	3,3	4,0	3,0	2,3	3,5	3,6	2,8	4,1	2,5	2,2	5,0	4,3	1,6
Wybrane statystyki opisowe													
M	4,51	4,8	4,78	4,33	4,00	4,52	4,51	4,23	4,77	4,55	4,45	4,62	4,35
GM	4,28	4,63	4,61	4,17	3,58	4,27	4,29	3,98	4,57	4,38	4,13	4,38	4,13
Mo	5	5	5	5	4	5	5	5	5	5	5	5	5
Me	5	5	5	4	4	5	5	4	5	5	5	5	4,5
SD	1,27	1,18	1,18	1,11	1,58	1,31	1,24	1,32	1,19	1,18	1,42	1,29	1,24

Nota: M – średnia arytmetyczna, GM – średnia geometryczna, Mo – dominanta, Me – mediana, SD – odchylenie standardowe.

Źródło: Badania własne.

Najwyższą skłonnością do ryzyka cechowali się stosunkowo młodsi ankietowani, do 45. roku życia, w przypadku których M kształtowała się w okolicach wartości 4,8. Osobami najmniej skłonny do niego byli respondenci powyżej 60 lat, w których to gronie M oraz Mo wynosiły 4. Wśród respondentów o zadowolającej sytuacji materialnej nie odnotowano osób o jednoznacznie wysokiej awersji do ryzyka. Traderzy przeciętnie deklarowali wyższą skłonność do ryzyka (M = 4,62), niż inwestorzy (M = 4,35) – tab. 4.

Intensywność odczuwanych emocji, związanych z procesem zawierania transakcji, kształtowała się podobnie w różnych przekrojach, przedstawionych w tab. 5. W ogóle grupy przeważały osoby deklarujące umiarkowane emocje (4 – 27,3%) oraz raczej słabe (3 – 26,0%). M wyniosła 3,79, a jej wartości w podgrupach odchyłały się maksymalnie o +0,06 /–0,09. Wyjątek stanowiły osoby w wieku 60+, charakteryzujące się średnio najwyższym poziomem emocji. W ich przypadku zarówno M była najwyższa (4,0), jak również SD (1,46).

Tabela 5. Emocje towarzyszące dokonywaniu transakcji – deklaracje badanych według ich cech (N = 154)

Wyszczególnienie	Próba ogółem	Respondenci według											
		wieku				stanu cywilnego		wielkości miejsca zamieszkania		subiektywnej oceny swojej sytuacji materialnej		formy aktywności na rynku	
		18-35	36-45	46-59	60+	w związkach	samotni	poniżej 200 tys. mieszkańców	powyżej 200 tys. mieszkańców	zadawalająca	niezadawalająca	trader	inwestor
		w %											
1 – emocje bardzo słabe	4,6	6,0	3,1	2,3	6,9	4,8	4,3	5,5	3,7	4,3	5,0	5,4	3,2
2	11,7	18,0	12,5	9,3	3,5	10,8	12,7	9,5	13,6	12,8	10,0	12,0	11,3
3	26,0	20,0	25,0	34,9	24,1	31,3	19,7	30,1	22,2	28,7	21,6	25,0	27,4
4	27,3	22,0	25,0	30,2	34,5	19,3	36,6	24,7	29,6	21,3	36,7	27,2	27,4
5	20,8	24,0	25,0	16,3	17,2	21,7	19,7	19,2	22,2	21,3	20,0	21,7	19,4
6	8,4	10,0	9,4	7,0	6,9	9,6	7,0	11,0	6,2	9,6	6,7	8,7	8,1
7 – emocje bardzo silne	1,2	–	–	–	6,9	2,5	–	–	2,5	2,0	–	–	3,2
Wybrane statystyki opisowe													
M	3,79	3,70	3,84	3,70	4,00	3,81	3,76	3,75	3,81	3,80	3,77	3,74	3,85
GM	3,51	3,37	3,59	3,50	3,68	3,51	3,51	3,47	3,54	3,51	3,51	3,46	3,59
Mo	4	5	4	3	4	3	4	3	4	3	4	4	4
Me	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
SD	1,33	1,43	1,3	1,15	1,46	1,41	1,24	1,33	1,33	1,4	1,23	1,32	1,35

Nota: M – średnia arytmetyczna, GM – średnia geometryczna, Mo – dominanta, Me – mediana, SD – odchylenie standardowe.

Źródło: Badania własne.

Należy zauważyć, że wśród ankietowanych z pozostałych grup wiekowych, a także osób samotnych, tych z mniejszych miejscowości bądź o niezadawalającej sytuacji materialnej, nie odnotowano odpowiedzi 7, wskazującej na bardzo silne emocje (tab. 5).

Respondenci relatywnie rzadko korzystają z opinii analityków czy autorytetów giełdowych przy decyzjach transakcyjnych. M w próbie ogółem wyniosła 3,27, a Mo – 3. Uzyskane odpowiedzi zestawiono w tab. 6.

Tabela 6. Częstość kierowania się analizami eksperckimi przy dokonywaniu transakcji – deklaracje badanych według ich cech (N = 154)

Wyszczególnienie	Próba ogółem	Respondenci według											
		wieku				stanu cywilnego		wielkości miejsca zamieszkania		subiektywnej oceny swojej sytuacji materialnej		formy aktywności na rynku	
		18-35	36-45	46-59	60+	w związkach	samotni	poniżej 200 tys. mieszkańców	powyżej 200 tys. mieszkańców	zadowalająca	niezadowalająca	trader	inwestor
1 – bardzo rzadko /wcale	17,5	28,0	12,5	14,0	10,3	18,0	16,9	16,4	18,5	19,1	15,0	26,1	4,8
2	18,2	10,0	21,9	18,6	27,6	20,5	15,5	17,8	18,5	21,3	13,4	17,4	19,4
3	20,8	20,0	15,6	18,6	31,0	22,9	18,3	23,3	18,5	21,3	20,0	18,5	24,2
4	19,5	22,0	25,0	20,9	6,9	13,3	26,8	15,1	23,5	14,9	26,7	15,2	25,8
5	14,3	14,0	12,5	18,6	10,3	14,5	14,1	17,8	11,2	11,7	18,3	13,0	16,2
6	6,5	4,0	9,4	9,3	3,6	8,4	4,2	8,2	4,9	8,5	3,3	7,6	4,8
7 – bardzo często /zawsze	3,2	2,0	3,1	–	10,3	2,4	4,2	1,4	4,9	3,2	3,3	2,2	4,8
Wybrane statystyki opisowe													
M	3,27	3,04	3,44	3,4	3,31	3,2	3,35	3,3	3,25	3,17	3,43	3,03	3,63
GM	2,81	2,53	3,0	2,97	2,88	2,74	2,9	2,85	2,77	2,69	3,01	2,52	3,31
Mo	3	1	4	4	2	3	4	3	4	3	4	1	4
Me	3	3	3,5	3	3	3	3	3	3	3	4	3	4
SD	1,64	1,65	1,65	1,56	1,78	1,67	1,62	1,61	1,68	1,7	1,56	1,72	1,46

Nota: M – średnia arytmetyczna, GM – średnia geometryczna, Mo – dominanta, Me – mediana, SD – odchylenie standardowe.

Źródło: Badania własne.

Grupę najbardziej sceptyczną wobec analiz innych stanowiły osoby w wieku 18-35, wśród których M wyniosła 3,04, a Mo tylko 1. Niemalże te same wyniki znalazły odzwierciedlenie wśród respondentów określających się jako traderzy, co może korespondować z ich (niekiedy skrajnie) krótkookresowym nastawieniem transakcyjnym. Inwestorzy charakteryzowali się na ogół częstszym zasięgiem opinii postrzeganych ekspertów – w ich przypadku Mo wyniosła 4, a M – 3,63, co stanowiło najwyższy wynik spośród wszystkich analizowanych przekroi badawczych (tab. 6).

Ankietowani średnio rzecz biorąc deklarowali sporadyczny *overtrading*, a ich subiektywne oceny podatności na niego prezentuje tab. 7. Częstotliwość zawierania zbyt wielu transakcji najczęściej oceniano na 3 (23,4%) lub 2 (22,7%), przy M wynoszącej 3,51 i Me wynoszącej 3.

Tabela 7. Częstotliwość ulegania impulsom do zawierania zbyt wielu transakcji (*overtrading*) – deklaracje badanych według ich cech (N = 154)

Wyszczególnienie	Próba ogółem	Respondenci według											
		wieku				stanu cywilnego		wielkości miejsca zamieszkania		subiektywnej oceny swojej sytuacji materialnej		formy aktywności na rynku	
		18-35	36-45	46-59	60+	w związkach	samotni	poniżej 200 tys. mieszkańców	powyżej 200 tys. mieszkańców	zadowolająca	niezadowolająca	trader	inwestor
		w %											
1 – bardzo rzadko /nigdy	5,8	6,0	6,2	4,7	6,9	4,8	7,0	8,3	3,7	4,3	8,3	4,3	8,2
2	22,7	36,0	18,8	20,9	6,9	14,5	32,4	19,2	25,9	27,6	15,0	20,7	25,8
3	23,4	14,0	25,0	23,3	37,9	28,9	16,9	21,9	24,7	24,4	21,7	21,7	25,8
4	20,1	22,0	18,8	23,3	13,8	20,5	19,8	16,4	23,5	21,3	18,3	22,8	16,1
5	19,5	20,0	18,8	16,3	24,1	21,7	16,9	21,9	17,3	16,0	25,0	20,7	17,7
6	7,8	2,0	12,4	11,5	6,9	8,4	7,0	12,3	3,7	5,3	11,7	9,8	4,8
7 –bardzo często /zawsze	0,65	–	–	–	3,5	1,2	–	–	1,2	1,1	–	–	1,6
Wybrane statystyki opisowe													
M	3,51	3,20	3,63	3,60	3,76	3,70	3,28	3,62	3,41	3,37	3,72	3,64	3,31
GM	3,19	2,90	3,29	3,30	3,44	3,41	2,95	3,24	3,14	3,09	3,35	3,34	2,97
Mo	3	2	3	4	3	3	2	4	2	2	5	4	3
Me	3	3	3,5	4	3	4	3	4	3	3	4	4	3
SD	1,42	1,34	1,48	1,42	1,46	1,38	1,44	1,52	1,31	1,35	1,5	1,39	1,44

Nota: M – średnia arytmetyczna, GM – średnia geometryczna, Mo – dominanta, Me – mediana, SD – odchylenie standardowe.

Źródło: Badania własne.

Najrzadszy *overtrading* deklarowali respondenci najmłodszy, w wieku 18-35 lat, wśród których M wynosiła 3,2, a Mo – 2. Najwyższa M (3,76) wystąpiła we wskazaniach ankietowanych w wieku 60+. Szczególnie widoczny podział dominant odpowiedzi wystąpił wśród osób zadowolonych ze swojego stanu posiadania (Mo = 2) i niezadowolonych (Mo = 5). Traderzy na ogół charakteryzowali

się wyższą podatnością na *overtrading* ($M = 3,64$, $Mo = 4$) niż inwestorzy ($M = 3,31$, $Mo = 3$), co można tłumaczyć bardziej długoterminowym nastawieniem transakcyjnym tych ostatnich (tab. 7).

Badani średnio rzecz biorąc ulegają w umiarkowanym stopniu pokusie przedwczesnego zamykania pozycji przynoszących zyski, dane przekrojowe zawiera tab. 8. Średnia arytmetyczna odpowiedzi w ogóle grupy wyniosła 4,19, przy Mo równym 5.

Tabela 8. Częstotliwość pochopnej realizacji zysków – deklaracje badanych według ich cech ($N = 154$)

Wyszczególnienie	Próba ogółem	Respondenci według											
		wieku				stanu cywilnego		wielkości miejsca zamieszkania		subiektywnej oceny swojej sytuacji materialnej		formy aktywności na rynku	
		18-35	36-45	46-59	60+	w związkach	samotni	poniżej 200 tys. mieszkańców	powyżej 200 tys. mieszkańców	zadawalająca	niezadawalająca	trader	inwestor
		w %											
1 – bardzo rzadko /nigdy	3,2	10,0	–	–	–	2,4	4,2	–	6,2	5,3	–	4,3	1,6
2	13,0	18,0	–	18,6	10,3	10,8	15,5	8,2	17,3	13,8	11,7	10,9	16,1
3	14,3	18,0	21,9	9,3	6,9	12,0	16,9	11,0	17,3	16,0	11,7	13,0	16,1
4	23,4	20,0	21,9	23,3	31,0	20,5	26,8	32,9	14,8	20,2	28,3	19,6	29,0
5	26,0	18,0	31,2	30,1	27,6	34,9	15,5	23,3	28,4	24,5	28,3	27,2	24,2
6	16,9	16,0	25,0	14,0	13,9	14,6	19,7	21,9	12,3	17,0	16,7	22,8	8,2
7 – bardzo często /zawsze	3,2	–	–	4,7	10,3	4,8	1,4	2,7	3,7	3,2	3,3	2,2	4,8
Wybrane statystyki opisowe													
M	4,19	3,70	3,84	3,70	4,59	4,37	3,99	4,48	3,94	4,09	4,37	4,32	4,02
GM	3,88	3,37	3,59	3,50	4,35	4,08	3,65	4,28	3,54	3,71	4,14	3,97	3,74
Mo	5	4	5	5	4	5	4	4	5	5	5	5	5
Me	4	4	4	4	5	5	4	4	4	4	4	5	4
SD	1,47	1,43	1,3	1,15	1,4	1,42	1,51	1,26	1,6	1,56	1,31	1,5	1,41

Nota: M – średnia arytmetyczna, GM – średnia geometryczna, Mo – dominanta, Me – mediana, SD – odchylenie standardowe.

Źródło: Badania własne.

Największe opanowanie, pozwalające zyskom rosnąć, deklarowali ankieterzy młodzi, poniżej 35 lat. Jednocześnie była to jedyna grupa wiekowa, w której wystąpiły osoby oceniające, że czynią to bardzo rzadko lub nigdy (10%). Z drugiej strony, najczęściej przedwczesne zyski realizują osoby w wieku 60+, wśród których M wyniosła 4,6. Przeciętnie wyższymi wskazaniami cechowali się badani w związkach, ci o niezadowolającej sytuacji materialnej lub z mniejszych miejscowości. Traderzy i inwestorzy najczęściej określali własną niecierpliwość w dziedzinie zysków na 5, jednakże przeciętnie niższymi odpowiedziami charakteryzowali się ci drudzy (M = 4,02 wobec 4,32 wśród traderów) – tab. 8).

Działanie efektu dyspozycji zakłada także tendencję do przetrzymywania stratnych pozycji, co ankieterzy na ogół czynią relatywnie często – odpowiedzi zostały zaprezentowane w tab. 9. M w ogóle grupy wyniosła 3,99, a Mo aż 6, przy czym odsetek ankieterów deklarujących każdą z odpowiedzi był zbliżony w przedziale 2-6. Najniżej własną podatność na ten błąd oceniali badani w wieku 18-35 (M = 3,64), najwyżej zaś osoby z grupy wiekowej 60+ (M = 4,45).

Tabela 9. Częstotliwość przetrzymywania stratnej pozycji – deklaracje badanych według ich cech (N = 154)

Wyszczególnienie	Próba ogółem	Respondenci według											
		wieku				stanu cywilnego		wielkości miejsca zamieszkania		subiektywnej oceny swojej sytuacji materialnej		formy aktywności na rynku	
		18-35	36-45	46-59	60+	w związkach	samotni	poniżej 200 tys. mieszkańców	powyżej 200 tys. mieszkańców	zadowolająca	niezadowolająca	trader	inwestor
1 – bardzo rzadko/nigdy	10,5	16,0	12,5	4,7	6,9	9,6	11,3	11,0	9,9	11,8	8,3	17,4	–
2	14,3	18,0	12,5	16,3	6,9	12,0	16,9	8,2	19,8	18,1	8,3	14,1	14,5
3	16,2	18,0	15,6	18,6	10,3	14,5	18,3	16,5	16,0	18,1	13,3	12,0	22,6
4	16,2	10,0	21,9	16,3	20,7	15,7	16,9	20,5	12,3	13,8	20,0	16,3	16,1
5	17,5	16,0	9,4	18,6	27,6	18,1	16,9	17,8	17,3	10,6	28,3	21,7	11,3
6	18,8	16,0	18,7	20,8	20,7	21,7	15,5	19,2	18,5	20,2	16,7	15,2	24,2
7 – bardzo często/zawsze	6,5	6,0	9,4	4,7	6,9	8,4	4,2	6,8	6,2	7,4	5,1	3,3	11,3
Wybrane statystyki opisowe													
M	3,99	3,64	3,97	4,10	4,45	4,19	3,75	4,11	3,88	3,84	4,22	3,70	4,42
GM	3,48	3,07	3,42	3,70	4,04	3,68	3,27	3,62	3,37	3,30	3,79	3,13	4,08
Mo	6	3	4	6	5	6	3	4	2	6	5	5	6
Me	4	3	4	4	5	4	4	4	4	4	4,5	4	4
SD	1,79	1,90	1,89	1,66	1,62	1,82	1,74	1,75	1,82	1,89	1,62	1,82	1,67

Nota: M – średnia arytmetyczna, GM – średnia geometryczna, Mo – dominanta, Me – mediana, SD – odchylenie standardowe.

Źródło: Badania własne.

Podsumowanie

Mimo że przedstawionych badań nie można uznać za reprezentatywne, ich wyniki mogą stanowić asumpt do dyskusji nad racjonalnością zachowań giełdowych inwestorów i traderów, które są tak przez nich pożądanymi z uwagi na konieczność minimalizacji nieuchronnie ponoszonych strat w związku z podejmowaną działalnością.

Uzyskane wyniki badań wskazują na relatywnie młody wiek i dobre wykształcenie osób trudniących się działalnością na rynkach finansowych, choć nie jest to aktywność podejmowana jedynie przez wysoko kwalifikowanych ekonomistów. Wielu respondentów, niezwiązanych z naukami ekonomicznymi, traktuje obrót na giełdzie jako hobby i kształci się w nim na własną rękę. Najczęstszą motywacją, leżącą u podstaw podejmowanych działań, jest pragnienie zabezpieczenia materialnego – co, jak uważają ankietowani, jest możliwe dzięki inwestycjom na rynkach finansowych.

Respondenci deklarują umiarkowaną skłonność do ryzyka, nieczęsto kierują się opiniami czy analizami postrzeganych ekspertów przy dokonywaniu transakcji – zdecydowanie jednak większy posłuch dają im inwestorzy niż traderzy giełdowi. Raczej nie ulegają impulsom do zawierania zbyt wielu transakcji, których to liczbę należy analizować w kontekście przyjętego przez nich horyzontu transakcyjnego. Nie jest zaskoczeniem, że w przypadku inwestorów średnio rzecz biorąc jest on długookresowy, zaś w przypadku traderów – jednosesyjny. Osobom z obu grup zdarza się nie wytrzymać presji i zbyt szybko realizować zyski. Są jednak świadomi, że często narażają się na straty, przetrzymując pozycje „na minusie”. Ich dążeniu do zwiększenia racjonalności swoich zachowań giełdowych przeciwstawia się jednak dosyć częsty brak dyscypliny w przestrzeganiu planu, o ile w ogóle taki posiadają.

Literatura

- Al-Kaber M. (2010), *Rynki finansowe*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej, Białystok.
- Bąk M. (2011), *Problemy behawioralne w rachunkowości przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 32, s. 47-60.
- Bregu K. (2016), *Overconfidence and (Over)Trading: The Effect of Feedback on Trading Behavior*, University of Arkansas, Fayetteville, AR.

- Czerwionka M., Gorlewski B. (2012), *Finanse behawioralne: zachowania inwestorów i rynku*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Dębski W. (2014), *Rynek finansowy i jego mechanizmy: podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Elder A. (1998), *Zawód – inwestor giełdowy: psychologia rynków, taktyka inwestycyjna, zarządzanie portfelem*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Frączek B. (2012), *Inwestycje finansowe na rynkach polskim i zagranicznym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice.
- Ganzach Y. (2000), *Judging Risk and Return of Financial Assets*, “Organizational Behavior and Human Decision Processes”, Vol. 83(2), s. 353-370.
- Gigerenzer G., Gaissmaier W. (2011), *Heuristic Decision Making*, “Annual Review of Psychology”, Vol. 62(1), s. 451-482.
- Hirshleifer (1965), *Investment Decision under Uncertainty: Choice – Theoretic Approaches*, “The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 79(4), s. 509-536.
- Kahneman D. (2012), *Pułapki myślenia*, Media Rodzina, Poznań.
- Montier J. (2002), *Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets*, John Wiley & Sons, Chichester.
- Niederman D. (2000), *Wizjonerzy, sceptycy, łowcy okazji: profile psychologiczne inwestorów giełdowych*, WIG-Press, Warszawa.
- Patterson R. (2002), *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Shefrin H., Statman M. (1985), *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, “The Journal of Finance”, Vol. 40(3), s. 777-790.
- Thaler R.H. (2018), *Zachowania niepoprawne: Tworzenie ekonomii behawioralnej*, Media Rodzina, Poznań.
- Weber M., Camerer C.F. (1998), *The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis*, “Journal of Economic Behavior & Organization”, Vol. 33(2), s. 167-184.
- Wierzbicka A. (2016), *Rola inwestorów w rozwoju nadzoru korporacyjnego*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 263, s. 179-189.
- Zaleśkiewicz T. (2003), *Psychologia inwestora giełdowego: wprowadzenie do behawioralnych finansów*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk.
- Zaleśkiewicz T. (2012), *Psychologia ekonomiczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Zalewski G. (2008), *Kontrakty terminowe w praktyce*, WIG-Press, Warszawa.
- Zielonka P. (2011), *Giełda i psychologia: behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa.

[www 1] <http://investopedia.com/articles/trading/02/081902.asp> (dostęp: 3.07.2019).

[www 2] <https://money.pl/gospodarka/wiadomosci/arttykul/rachunki-maklerskie-gielda-inwestorzy,174,0,2402478.html> (dostęp: 4.07.2019).

SELECTED ASPECTS OF STOCK INVESTORS' AND TRADERS' BEHAVIOR ON FINANCIAL MARKETS

Summary: In order to achieve long-term growth of capital, sober judgment is required. However, it might be disrupted by a number of vulnerabilities and psychological effects. The article has a research character. Its purpose is to identify the subjective degree of being yield to selected effects when entering into transactions among Polish investors and stock traders, as well as their personal profiles. The results of the study indicate that they are usually young people, in a subjectively good financial situation and with a higher degree. Their undergoing to the disposition effect in the aspect of 'riding losers too long' was notably visible. Proposed in the literature distinction of stock traders, due to their short term transaction horizon, was confirmed. Presented research may constitute a voice in the discourse about differences in stock behaviors between distinct groups of retail investors and point the direction of a further research. They also might be of use to brokerage houses.

Keywords: financial markets, investing, trading, economic psychology, behavioral finance.