

**Mirosław Wasilewski, Marta Juszczyk**  
Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

## **Znaczenie czynników behawioralnych w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym**

### **Wstęp**

Decyzje inwestycyjne na giełdach papierów wartościowych uwarunkowane są wieloma czynnikami. Wśród nich istotne znaczenie mają uwarunkowania psychologiczne, które stanowią obszar badań w zakresie tzw. finansów behawioralnych. Finanse behawioralne definiuje się jako naukę, która na podstawie badań indywidualnych oraz społecznych skłonności poznawczych i emocjonalnych wyjaśnia decyzje ekonomiczne inwestorów [Opolski i in. 2010, s. 78]. Propagatorzy tej dyscypliny uważają, iż umysł ludzki czasami niepoprawnie postrzega rzeczywistość i napływające dane, a inwestorzy nie zawsze są w stanie prawidłowo wycenić papiery wartościowe [Szyszka 2009, s. 34]. Finanse behawioralne bazują na osiągnięciach ekonomii, psychologii oraz socjologii, i w wielu elementach zaprzeczają założeniom tradycyjnej teorii finansów.

Jedną z przesłanek, na której opiera się klasyczna teoria finansów, jest idea racjonalnych wyborów, dokonywanych przez podmioty gospodarcze. Racjonalny inwestor działa na ogół w taki sposób, aby zmaksymalizować swoje zyski, nie ulega wpływowi emocji ani naciskom ze strony otoczenia oraz kieruje się wyłącznie informacjami, które wynikają z solidnej analizy finansowej [Zaleśkiewicz 2003, s. 9–10]. Decyzje inwestora racjonalnego powinny sprowadzać się do minimalizacji ryzyka przy założonej oczekiwanej stopie zwrotu bądź maksymalizacji oczekiwanej stopy zwrotu, przy założonym poziomie ryzyka. Założenia dotyczące idealnej racjonalności stały się przedmiotem sporów w literaturze. Krytykę w tym temacie rozpoczął Simon [1955, s. 99–118], wskazując na ograniczenia czasowe i technologiczne, jako podstawowe przyczyny, uniemożliwiające osiągnięcie doskonałej racjonalności [Ostaszewski 2013, s. 64]. Teoria związana nie-

racjonalnym pojmowaniem rzeczywistości została rozwinięta przez Tversky'ego i Kahnemana [1974, s. 1124–1131], których zdaniem ograniczona racjonalność determinowana jest presją czasu oraz złożonością informacji. Inwestorzy często pomijają racjonalne metody postępowania, dopuszczając się tzw. heurystyk, czyli uproszczonych procesów analizy danych. Heurystyki mogą okazać się użyteczne, gdyż stanowią ważne narzędzie, ułatwiające analizę w przypadku złożonych informacji. Z drugiej strony, są źródłem dotkliwych i systematycznym błędów wnioskowania. Przydatność teorii oczekiwanej użyteczności ostatecznie podważyła sformułowana przez Tversky'ego i Kahnemana [1979, s. 263–292] teoria perspektywy, która opisywała proces podejmowania decyzji w warunkach ryzyka i zachowanie inwestorów, zarówno w obliczu potencjalnych zysków, jak i w przypadku poniesienia potencjalnych strat.

Wskazuje się, że w warunkach ryzyka i niepewności, inwestorzy popełniają systematyczne błędy, wynikające zarówno z ich przekonań, jak i preferencji. Powszechnym zjawiskiem jest nadmierna pewność siebie w ocenach szans inwestycyjnych, określana jako nieuzasadnione przekonanie o poprawności własnych sądów oraz przecenianie posiadanych umiejętności [Zielonka 2008, s. 49]. Zachowanie takie prowadzi do zbyt częstego zajmowania pozycji na giełdzie, tj. wraz ze wzrostem poziomu zaufania inwestorów do posiadanej wiedzy i zdobytych umiejętności, rośnie częstotliwość zawierania przez nich transakcji. Ponadto inwestorzy, którzy są przekonani o słuszności swoich decyzji i są zbyt pewni siebie w ocenach różnych zjawisk, podejmują coraz bardziej ryzykowne transakcje [Czerwonka i Gorlewski 2012, s. 100]. Badania z zakresu psychologii dowodzą występowania zjawiska wybiórczej atrybucji, polegającego na przypisywaniu sukcesów, nawet przypadkowych, własnej osobie, natomiast tłumaczenie porażek – czynnikami niezależnymi [Szyszka 2004, s. 382]. Poza nierealistycznym postrzeganiem swoich umiejętności i doświadczeń, ludzie przeceniają także swoje możliwości kontrolowania sytuacji. Nieuprawnione przekonanie o możliwości wpływu na przebieg zjawisk, które w rzeczywistości są niezależne od obserwatora określa się w literaturze jako tzw. złudzenie kontroli [Zielonka 2008, s. 51].

Znaczący wpływ na niewłaściwą wycenę instrumentów finansowych mają błędy wynikające z reprezentatywności [Tversky i Kahneman 1974, s. 1124–1127]. Skłonność do doszukiwania się w małej próbie cech, które są charakterystyczne dla całej populacji, może odpowiadać za niedostateczną dywersyfikację portfela wśród inwestorów giełdowych [Zielonka 2008, s. 67]. Powszechnie jest również niedocenianie znaczenia wielkości próby badawczej, co skutkuje tzw. błędem hazardzisty, zwanym inaczej złudzeniem gracza. Błąd ten polega na dostrzeganiu regularności w sekwencjach przypadkowych oraz traktowaniu niezależnych zdarzeń losowych jako zależnych [Ostaszewski 2013, s. 53]. Przeprowa-

dzone badania wskazują jednocześnie, że często na kontekst postrzegania danej sytuacji oraz na decyzje inwestycyjne istotny wpływ mają analizy i opisy. Często diskutowanym zniekształceniem w postrzeganiu i przetwarzaniu informacji jest tzw. efekt wąskich ram, polegający na tym, że określony problem lub zjawisko analizuje się w oderwaniu od szerszego kontekstu [Kahneman i Lavallo 1993, s. 19]. Efekt ten może mieć odzwierciedlenie w tzw. księgowaniu umysłowym (mentalnym), które przejawia się niewłaściwą alokacją zasobów, a tym samym nieprawidłową dywersyfikacją i utrzymywaniem nieefektywnych portfeli papierów wartościowych.

Powszechnym pojęciem w dyscyplinie finansów behawioralnych jest tzw. efekt zakotwiczenia, zgodnie z którym ostatnia cena może zależeć od pewnej wartości początkowej, podawanej jako punkt odniesienia [Opolski i in. 2010, s. 91]. Przejawem tego zjawiska może być nadmierne przywiązanie inwestora do ceny zakupu papieru wartościowego i postrzeganie jego wartości przez pryzmat historycznego kursu nabycia, zamiast notowań bieżących [Szyszka 2004, s. 381]. Inwestorzy często zbyt mocno przywiązują się do ceny nabycia instrumentu i nie dopuszczają do świadomości nowych faktów, które się pojawiają, a które mogłyby w sposób istotny wpłynąć na wycenę akcji. Inną anomalią związaną ze skłonnościami percepcyjnymi inwestorów jest także heurystyka afektu. Zjawisko to polega na ocenianiu sytuacji oraz wydarzeń wyłącznie na podstawie własnej intuicji i osądów [Czerwonka i Gorlewski 2012, s. 105]. Podejmowane w wyniku takiego działania decyzje nie są w pełni racjonalne, gdyż dokonywane są za pomocą skrótów myślowych.

Oprócz psychologicznych uwarunkowań percepcji rzeczywistości, które wpływają na nieracjonalne decyzje, błędy w zachowaniach inwestorów mogą wywodzić się również z niespójności i niestałości ich preferencji. Według teorii perspektywy decydentów charakteryzuje awersja do ryzyka, gdy zostają postawieni przed alternatywami zysków oraz skłonność do ryzyka, kiedy zmuszeni są wybierać między grami przynoszącymi stratę. Ponadto ludzie znacznie bardziej nie lubią ponosić strat, niż pożąдают zysków [Tversky i Kahneman 1979, s. 269, 279]. Awersja do strat może odzwierciedlać powszechne na rynku kapitałowym zjawisko zbyt szybkiej realizacji zysków przez inwestorów i zbyt późne zamykanie pozycji przynoszących straty, zwane efektem utopionych kosztów [Zielonka 2003, s. 25]. Obserwuje się także skłonność do przypisywania przez ludzi większej wartości przedmiotom, będących aktualnie w ich posiadaniu, niż analogicznym rzeczom, których obecnie nie posiadają. Zjawisko to, określane w literaturze mianem „pułapki zaangażowania”, może prowadzić do dużych rozbieżności między ceną sprzedaży, po której posiadacz rzeczy byłby skłonny ją odstąpić a ceną zakupu, po której byłby skłonny nabyć analogiczny towar [Szyszka 2004, s. 388].

Stany emocjonalne ludzi wpływają w znaczącym stopniu na podejmowane decyzje inwestycyjne [Loewenstein i in. 2001; Dowling i Lucey 2005; Lerner i in. 2007; Rick i Loewenstein 2008]. Badania z zakresu psychologii wskazują, iż osoby, będące w dobrych nastrojach są bardziej optymistyczne w ocenach i wykazują większą skłonność do podejmowania ryzyka. W przypadku osób, którym towarzyszy zły nastrój, oceny są bardziej pesymistyczne, a skłonność do podejmowania ryzyka maleje [Szyszka 2009, s. 67]. Dowodów podważających słuszność założenia racjonalności rynków dostarcza ponadto historia gospodarcza. Przykładami mogą być gorączki spekulacyjne czy wybuchy paniki, które należy rozpatrywać przez pryzmat psychologii tłumu. W rezultacie powstają bąble spekulacyjne, zwane bańkami spekulacyjnymi, stanowiące o znacznych odchyleniach cen aktywów od ich fundamentalnych [Sławiński 2006, s. 159].

Rozwój finansów behawioralnych, które postulują konieczność uwzględnienia w zachowaniach inwestorów ludzkich ułomności, jest dowodem na postrzeganie emocji, jako istotnego czynnika wpływającego na decyzje inwestorów. Obszar badań w tym zakresie zyskuje na znaczeniu i prezentowany jest w literaturze przedmiotu jako skuteczny sposób wyjaśniania wielu zjawisk, które zachodzą na rynkach finansowych. Na rynku polskim wkład w popularyzację finansów behawioralnych wnieśli m.in. Zielonka i Tyszka [1999], Zielonka [2003, 2004, 2008, 2011], Matuszczak [2005], Szyszka [2007, 2009], Jajuga [2008], Różański i Kazimierska-Józwiak [2009], Frączek [2009], Zaleśkiewicz [2003, 2011], Czerwonka i Gorlewski [2012], Majewski [2012].

## **Cel i metody badań**

Celem badań jest określenie opinii inwestorów dotyczących znaczenia czynników behawioralnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym. Opracowano kwestionariusz wywiadu, który został przeprowadzony wśród grupy 100 inwestorów, korzystających z usług następujących domów maklerskich o długiej historii działania: Dom Maklerski mBank (wcześniej działający pod nazwą Dom Inwestycyjny BRE Banku), Dom Maklerski PKO PB, Centralny Dom Maklerski PEKAO S.A., Biuro Maklerskie Banku BGŻ oraz Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska. W każdym z domów maklerskich zbadanych zostało po 20 inwestorów. Osoby do badanej próby wybierane były z wykorzystaniem metody doboru losowego warstwowego, polegającego na podziale całej populacji generalnej na tzw. warstwy i dokonaniu bezpośredniego losowania niezależnych prób w obrębie każdej z nich. Kryterium grupowania odpowiedzi inwestorów był wiek, skala zaangażowanego kapitału oraz okres inwestowania na giełdzie. Według każdego z kryteriów wyodrębniono trzy grupy inwestorów giełdowych. W ramach klasyfika-

cji według wieku wyszczególniono osoby z najniższej grupy wiekowej (grupa I, tj. 18–35 lat), średniej (grupa II, tj. 36–55 lat) oraz najwyższej (grupa III, tj. powyżej 55 lat). Według okresu inwestowania na giełdzie wydzielono osoby o najkrótszym stażu inwestowania (grupa I, tj. poniżej 5 lat), średnim (grupa II, tj. 6–15 lat) oraz najdłuższym (grupa III, tj. powyżej 15 lat). Inwestorzy sklasyfikowani według wartości portfela inwestycyjnego to osoby z najniższym zaangażowanym kapitałem (grupa I, tj. do 25 000 zł), średnim (grupa II, tj. 25–55 000 zł) oraz najwyższym (grupa III, tj. powyżej 55 000 zł). Na rysunkach zaprezentowano ważone średnie arytmetyczne ocen dla poszczególnych grup oraz badanej zbiorowości ogółem<sup>1</sup>.

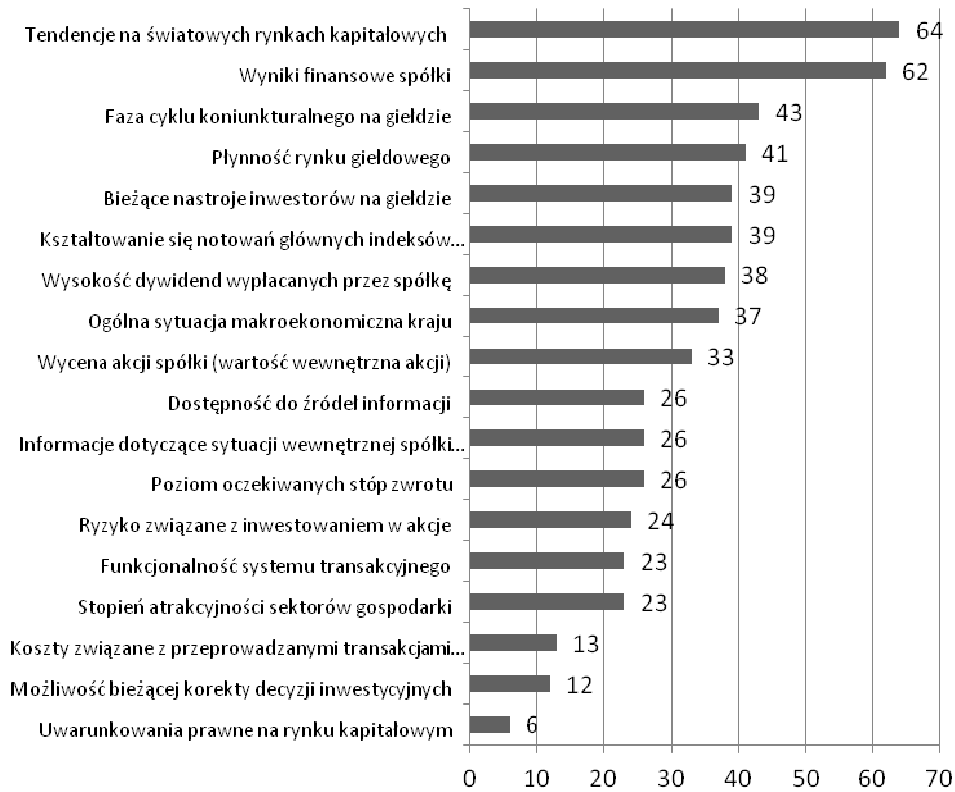
## Wyniki badań

Ważniejsze czynniki brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym w opinii inwestorów przedstawiono na rysunku 1. Bieżące nastroje występujące na giełdzie są często uwzględniane w procesie inwestycyjnym uczestników rynku kapitałowego, o czym świadczy znacząca liczba wskazań respondentów, tj. 39%. Należy sądzić, że inwestorzy zdają sobie sprawę ze złożoności czynników wpływających na notowania giełdowe, a czynniki behawioralne nie są jedynymi, które zdaniem uczestników rynku mają wpływ procesy decyzyjne na rynku kapitałowym.

Największa część respondentów, stanowiąca ponad połowę badanej populacji, za kluczowe przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym uznała tendencje na ważniejszych giełdach światowych (64%) oraz wyniki finansowe spółek (62%). Jako istotne wskazano także fazę cyklu koniunkturalnego (43%) oraz płynność giełdy (41%). Obok uwarunkowań psychologicznych, innymi często zaznaczanymi czynnikami uwzględnianymi przez inwestorów w procesie decyzyjnym były kształtowanie się notowań głównych indeksów na GPW w Warszawie (39%), wysokość dywidend wypłacanych przez spółkę (38%), ogólna sytuacja makroekonomiczna kraju (37%), a także wycena akcji danej spółki (33%). Mniejsza liczba wskazań niż miało to miejsce w przypadku czynników behawioralnych dotyczyła m.in. dostępności do źródeł informacji (26%), poziomu oczekiwanych stóp zwrotu (26%), informacji w zakresie sytuacji wewnętrznej spółki oraz otoczenia, w którym działa (26%), ryzyka związanego z inwestowaniem w akcje (24%), funkcjonalności systemu transakcyjnego i łatwości przeprowadzanych transakcji (23%) oraz stopnia atrakcyjności sektorów gospodarki (23%).

---

<sup>1</sup>Badani mieli możliwość zaznaczenia co najmniej jednej odpowiedzi. W związku z tym odpowiedzi te należy rozumieć jako „% wskazań”. W celu uproszczenia opisu w opracowaniu przyjęto zapis „%”.



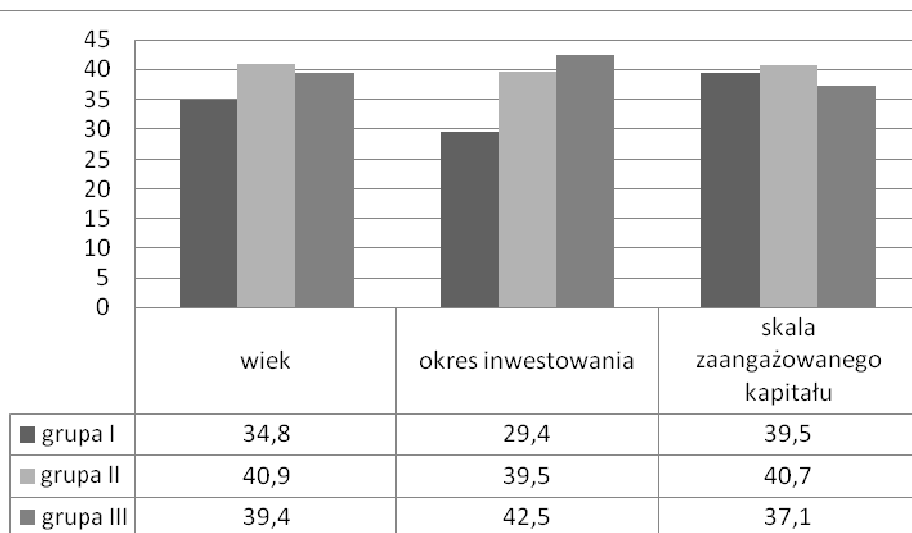
**Rysunek 1**

Czynniki brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym w opinii inwestorów (%)

Źródło: Opracowanie własne.

Udział opinii inwestorów dotyczących nastrojów na giełdzie jako czynnika branego pod uwagę przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym w zależności od wieku, okresu inwestowania oraz skali zaangażowanego kapitału przedstawiono na rysunku 2.

Odpowiedzi dotyczące uwzględniania czynników behawioralnych przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym dominowały w grupach osób ze średniej grupy wiekowej, tj. 36–55 lat oraz ze średnim zaangażowanym kapitałem (25–55 tys. zł). Wraz z wydłużeniem okresu inwestowania, zwiększało się znaczenie nastrojów na giełdzie w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Respondenci charakteryzujący się dłuższym stażem inwestowania kierowali się przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w większym stopniu nastrojami wśród uczestników rynku, niż osoby inwestujące krócej. W grupie osób z najdłuższym stażem inwestowania, tj. powyżej 15 lat, na czynniki psychologiczne w procesie podejmowania decyzji na rynku kapitałowym zwróciło uwa-



**Rysunek 2**

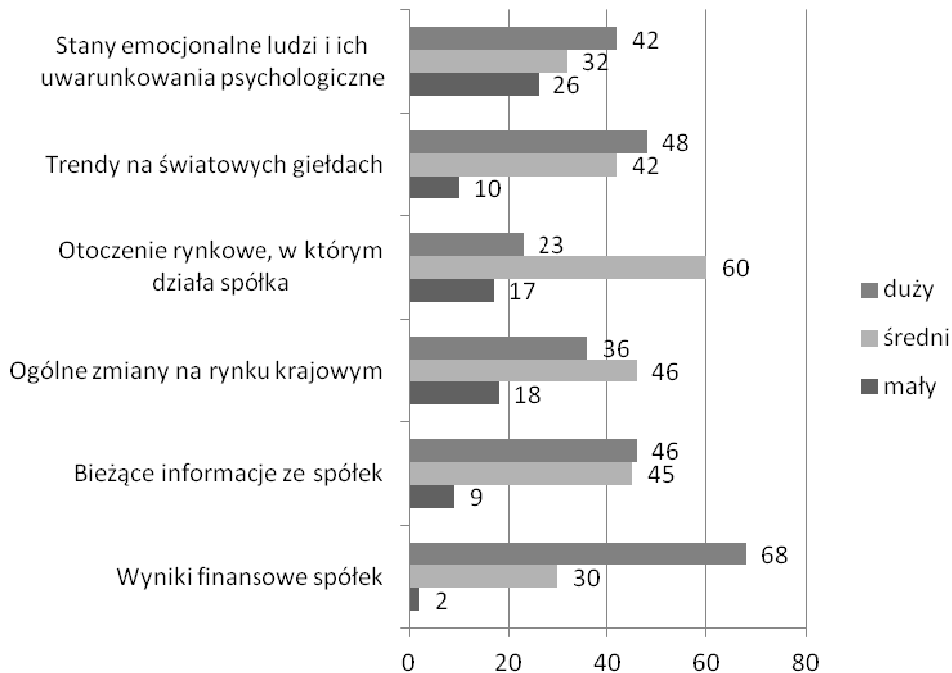
Udział opinii inwestorów dotyczących nastrojów na giełdzie jako czynnika branego pod uwagę przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym w zależności od kryterium wieku, okresu inwestowania i skali zaangażowanego kapitału [%]

Źródło: Opracowanie własne.

gę 42,5%, natomiast w grupie o średnim okresie inwestowania – 39,5%. Wśród osób inwestujących na giełdzie najkrócej, tj. przez okres nieprzekraczający 5 lat, wskazania dotyczące nastrojów uczestników rynku kapitałowego, jako czynnika branego pod uwagę w procesie inwestycyjnym stanowiły 29,4%.

Siłę wpływu poszczególnych czynników oddziałujących na kształtowanie się kursów akcji w opinii inwestorów przedstawiono na rysunku 3. Wśród czynników wpływających na notowania giełdowe dostrzeżono znaczenie czynników behawioralnych. Średnio 42% respondentów wskazało, że stany emocjonalne ludzi i uwarunkowania psychologiczne oddziałują na kształtowanie się cen akcji w dużym stopniu, a z kolei 32% badanych określiło siłę wpływu tego czynnika jako średnią.

Według inwestorów kluczową determinantą kształtowania się kursów akcji są wyniki finansowe notowanych spółek. Średnio 98% badanych wskazało, że czynnik ten ma duży (68%) lub średni (30%) wpływ na notowania giełdowe. W dalszej kolejności udzielane odpowiedzi odnosiły się do trendów na światowych giełdach oraz bieżących informacji napływających ze spółek (odpowiednio 48 i 46% respondentów wskazało na duży wpływ tych czynników). Około 80% inwestorów uznało jednocześnie, że średni bądź duży wpływ na kształtowanie się kursów akcji mają ogólne zmiany na rynku krajowym, jak również otoczenie rynkowe, w którym działa spółka. Wskazania dotyczące dużego wpływu tego czynnika stanowiły 36% odpowiedzi.



**Rysunek 3**

Siła wpływu poszczególnych czynników oddziałujących na kształtowanie się kursów akcji w opinii inwestorów

Źródło: Opracowanie własne.

## Wnioski

W opracowaniu określono znaczenie czynników behawioralnych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym. Na podstawie przeprowadzonych badań sformułowano następujące wnioski:

1. Uwarunkowania psychologiczne ludzi i nastroje panujące na giełdzie odgrywają istotne znaczenie przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych obok takich czynników jak m.in. tendencje na kluczowych giełdach światowych, wyniki finansowe spółek, fazy cyklu koniunkturalnego czy płynność giełdy.
2. Wraz z wydłużeniem okresu inwestowania, zwiększało się znaczenie nastrojów panujących na giełdzie w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wynika z tego, że wzrost doświadczenia inwestycyjnego ma przełożenie na większą świadomość uczestników rynku kapitałowego w zakresie znaczenia czynników behawioralnych w kształtowaniu się koniunktury giełdowej.



3. Większość badanych inwestorów wskazało, że stany emocjonalne ludzi i uwarunkowania psychologiczne oddziałują na kształtowanie się notowań giełdowych w dużym lub średnim stopniu. Jednakże bardziej znaczący wpływ na kształtowanie się kursów akcji mają, zdaniem inwestorów, wyniki finansowe spółek oraz trendy na światowych giełdach.
4. Duży udział odpowiedzi dotyczących różnorodności czynników wpływających na kursy akcji oznacza, że inwestorzy zdają sobie sprawę ze złożoności problemu i znaczącej liczby determinant, mogących mieć wpływ na notowania giełdowe. Oznacza to, iż determinanty kursów akcji mają na ogół złożony charakter, a na wycenę akcji przez rynek wpływa jednocześnie wiele czynników, z czego inwestorzy zdają sobie sprawę.

## Literatura

- CZERWONKA M., GORLEWSKI B., *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2012.
- DOWLING M., LUCEY B., *The Role of Feelings in Investor Decision-Making*, *Journal of Surveys*, vol. 19, no. 2, 2005.
- FRAŃCZEK B., *Skłonności behawioralne inwestorów na rynkach kapitałowych w czasie kryzysu*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 40, Seria Ekonomiczne Problemy Usług, Szczecin 2009.
- JAJUGA K., *Trzydzieści lat współczesnych finansów behawioralnych*. [w:] Rynek kapitałowy, skuteczne inwestowanie, W. Tarczyński (red.). Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, nr 9, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2008.
- KAHNEMAN D., LOVALLO D., *Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking*. *Management Science*, vol. 39, no. 1, 1993.
- LENER J. S., HAN S., KELTNER D., *Feelings and consumer decision making: Extending the appraisal-tendency framework*. *Journal of Consumer Psychology*, vol. 17, no. 3, 2007.
- LOEWENSTEIN G., HSEE C., WEBER E., WELSH N., *Risk as Feeling*, *Psychological Bulletin*, vol. 127, no. 2, 2001.
- MAJEWSKI S., *Wpływ czynników behawioralnych na rynkową wycenę akcji. Ujęcie ilościowe*. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2012.
- MATUSZCZAK W., *Finanse behawioralne*. MBA nr 1 (72), 2005.
- OPOLSKI K., POTOCKI T., ŚWIST T., *Teorie inwestycyjne w zarządzaniu bogactwem na przykładzie instytucji Wealth Management*. Bank i Kredyt, nr 5, 2010.
- OSTASZEWSKI J. (red.), *Finanse*. Difin, Warszawa 2013.
- RICK S., LOEWENSTEIN G., *The role of emotion in economic behavior*. [w:] Handbook of Emotions, Lewis M., Haviland-Jones J.M., Feldman-Barrett L. The Guilford Press, New York 2008.
- RÓŻAŃSKI J., Kaźmierska-Jóźwiak B., *Behawioralne aspekty podejmowania decyzji inwestycyjnych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*. [w:] A. Szablewski (red.), *Rynki kapitałowe a koniunktura gospodarcza*, Wydawnictwo Politechniki Łódzkiej, Łódź 2009.

- SŁAWIŃSKI A., *Rynki finansowe*. PWE, Warszawa 2006.
- SIMON H., *A Behavioral Model of Rational Choice*. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 69, no. 1, 1955.
- SZYSZKA A., *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.
- SZYSZKA A., *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*. Wydawnictwo AE w Poznaniu, Prace Habilitacyjne nr 35, Poznań 2007.
- SZYSZKA A., *Zachowania inwestora a teoria rynku kapitałowego*. *Ekonomista* nr 3, Polska Akademia Nauk – Komitet Nauk Ekonomicznych, Warszawa 2004.
- TVERSKY A., KAHNEMAN D., *Prospect theory: An analysis of decisions under risk*. *Econometrica*, vol. 47, no. 2, 1979.
- TVERSKY A., KAHNEMAN D., *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*. *Science*, vol. 185, no. 4157, 1974.
- ZALEŚKIEWICZ T., *Psychologia ekonomiczna*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- ZALEŚKIEWICZ T., *Psychologia inwestora giełdowego. Wprowadzenie do finansów behawioralnych*. Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2003.
- ZIELONKA P., *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*. Materiały i Studia, Zeszyt nr 158, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2003.
- ZIELONKA P., *Finanse behawioralne*. [w:] T. Tyszka (red.), *Psychologia ekonomiczna*. Gdańskie Towarzystwo Psychologiczne, Gdańsk 2004.
- ZIELONKA P., *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*. CeDeWu, Warszawa 2008.
- ZIELONKA P., *Giełda i psychologia. Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*. CeDeWu, Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2011.
- ZIELONKA P., TYSZKA T., *Nowoczesne finanse: Efektywność rynku czy finanse behawioralne*. *Bank i Kredyt*, nr 11, 1999.

## Abstrakt

Celem badań było określenie opinii inwestorów dotyczących znaczenia czynników behawioralnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Badaniami objęto grupę 100 inwestorów, korzystających z usług pięciu domów maklerskich o długiej historii działania. Stwierdzono, że uwarunkowania psychologiczne ludzi i nastroje panujące na giełdzie odgrywają istotną rolę w procesie decyzyjnym inwestorów na rynku kapitałowym. Znaczenie tego czynnika zwiększało się wraz z wydłużeniem okresu inwestowania. Stany emocjonalne ludzi i ich uwarunkowania psychologiczne oddziałują na kształtowanie się notowań, jednak złożoność determinant kursów akcji sprawia, że na wycenę akcji przez rynek wpływa jednocześnie wiele czynników, z czego inwestorzy zdają sobie sprawę.

**Słowa kluczowe:** finanse behawioralne, rynek kapitałowy, kursy akcji, decyzje inwestycyjne

## **The importance of behavioral factors for decision-making process in the capital market**

### **Abstract**

The aim of the study was to investigate the investors' opinions concerning the usefulness of behavioral factors for investment decisions. The research was carried out in the group of 100 investors, using the services of five brokerages with a long history of operation. The results of the research show that people's psychological conditions and sentiment in the stock market play an important role in the decision-making process of investors in the capital market. The importance of this factor increased with the length of the investment period. The emotional states of people and their psychological conditions affect the stock price volatility. However, the complexity of the determinants of stock prices makes the market value of stocks can be affected by many factors at the same time and investors seem aware of this.

**Key words:** behavioral finance, capital market, share prices, investment decisions