

*Radosław Pastusiak**

PEWNOŚĆ SIEBIE INWESTORÓW A WYNIKI OSIĄGANE NA RYNKU KAPITAŁOWYM

1. WPROWADZENIE

Analizując proces inwestowania można natknąć się na różne koncepcje teoretyczne wyjaśniające podejście inwestora do ryzyka, sposobu konstruowania portfela inwestycyjnego, przyczyny uzyskiwanej efektywności czy opisu zakłóceń w procesie inwestycyjnym. Podejścia stosowane przez badaczy mają szerokie spektrum, począwszy od modeli ilościowych, bardzo precyzyjnie objaśniających proces inwestycyjny wraz z jego efektywnością, oczywiście przy dużej liczbie założeń ograniczających, do modeli psychologii behawioralnej, pozwalających na objaśnienie zachowania inwestorów poprzez traktowanie każdej jednostki bardzo indywidualnie, wraz z jego motywami inwestycyjnymi i emocjami jakie wpływają na podejmowanie decyzje. Człowiek jest najważniejszym elementem procesu inwestowania, dlatego też w założeniu autora, jego indywidualne cechy mają kluczowe znaczenie dla efektywności inwestycji. Szczególnie interesująca wydaje się być pewność siebie inwestorów i jej wpływ na wyniki procesu inwestycyjnego. Pewność siebie jest rozumiana jako aktywność inwestorów na rynku kapitałowym oraz zdolność do realnej oceny rzeczywistych informacji jakie docierają do inwestora.

Celem tej publikacji jest opisanie zależności pewności siebie inwestorów oraz możliwych do osiągnięcia przez nich stóp zwrotu. Postawiono hipotezę, inwestorzy wykazujący wysoką pewność siebie osiągają ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne i najczęściej są mężczyznami. Pewność siebie człowieka bardzo często przyczynia się do odniesienia przez niego sukcesu w biznesie czy w życiu osobistym, przyjmując problem jak powyżej chciano sprawdzić, czy w przypadku inwestowania jest obecny podobny mechanizm. Pewność siebie, zdefiniowano jako częstość zawieranych transakcji oraz zdolność człowieka do obiektywnej analizy otrzymanych informacji. Poziom pewności siebie przyporządkowano każdemu inwestorowi za pomocą badań ankietowych.

* Dr hab., adiunkt, Uniwersytet Łódzki, Instytut Finansów, Zakład Finansów Korporacji.

2. DOTYCHCZASOWE BADANIA I ANALIZY

Psychologia ekonomiczna to dział psychologii skupiający się na zachowaniach konsumenckich. Obejmują one „wszystko to, co poprzedza, zachodzi w trakcie i następuje po nabyciu przez konsumenta dóbr i usług” [Fałkowski i Tyszka 2006: 11].

Najszerzej i najpopularniej psychologia ekonomiczna wykorzystywana jest w marketingu. Jednak nie jest to jedyna dziedzina ekonomiczna, w której behawioryzm silnie się zaznaczył. Jego wpływ może być również widoczny w zachowaniach uczestników rynków finansowych.

Tradycyjne finanse opierają się m. in. na dwóch podstawowych założeniach [Nofsinger 2011: 16]:

- ludzie podejmują racjonalne decyzje,
- w prognozowaniu przyszłości ludzie są bezstronni.

W oparciu o te założenia została opracowana większość podstawowych teorii ekonomicznych z ich paradoksami i nierealnymi założeniami. Powstawanie paradoksów i anomalii w zachowaniach uczestników rynku doprowadziło do ukształtowania się w finansach podejścia behawioralnego. Pionierzy tego podejścia byli jednak przez pierwsze lata uznawani za heretyków. Obecnie sytuacja ulega zmianie. „Dziś pionierów behawioryzmu w finansach nie nazywa się już heretykami, lecz wizjonerami. Mimo, że kontrowersje odnośnie tego, jak, kiedy i dlaczego psychika wpływa na decyzje ekonomiczne, nie ustały, powszechnie uważa się, że przyznanie w 2002 r. Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii psychologowi D. Kahnemanowi i zwolennikowi ekonomii eksperymentalnej V. Smithowi potwierdziło słuszność kierunku behawioralnego” [Nofsinger 2011: 17]. A. Vissing-Jorgensen w swoim artykule z 2003 r. bezpośrednio udowadnia sensowność teorii behawioralnych i znaczenie tego podejścia dla nauki finansów. Wspomina także, że właśnie teorie behawioralne tłumaczą anomalie ekonomiczne [Vissing-Jorgensen 2003: 190].

Teoria perspektyw jest najczęściej wymieniana w literaturze jako przykład teorii finansów behawioralnych tłumaczących część z „nieracjonalnych” zachowań konsumenta. Teoria ta opracowana została przez D. Kahnemana i A. Tversky’ego jako alternatywa wobec teorii oczekiwanej użyteczności. Teoria perspektyw tłumaczy zachowania ludzi w warunkach ryzyka. Wskazuje jak ludzie kształtują swój stosunek do wartości oraz oceniają i traktują szanse [Tyszka i Zaleśkiewicz 2001: 108].

Na rynkach finansowych występuje kilka efektów wpływu psychiki na podejmowane decyzje inwestycyjne. Do najistotniejszych z nich należą efekt utopionych kosztów [Arkes i Blumer 1985: 124], efekt ukąszenia węża [Nofsinger 2011: 75], efekt posiadania [Samuelson i Zaeckhauser 1988: 7–59 [za:] Nofsinger 2011: 81] czy efekt predyspozycji [Shefri i Statman 1985: 54].

Przechodząc w kierunku bardziej szczegółowych badań dotyczących problemów poruszanych w tym artykule, warto jest oprzeć się na badaniach B. Barbera. Zajął się on pewnością siebie inwestorów i jej wpływem na efekty inwestycyjne [Barber i Odean 2001]. Na podstawie wyników swoich badań zbudował model wskazując, że inwestorzy zbyt pewni siebie, podejmują zbyt dużo transakcji, przy czym osiągają gorsze wyniki. Badania wskazują, że mężczyźni są bardziej pewni siebie niż kobiety, a co za tym idzie mężczyźni zawierają więcej transakcji. Badacze na próbie 35 tys. gospodarstw domowych z dużych domów inwestycyjnych, inwestujących w akcje od lutego 1991 r. do stycznia 1997 r. Udowodnili oni, że mężczyźni zawierają 45% więcej transakcji niż kobiety. Nadmierny handel zredukował zyski inwestorów o 2,65 pkt procentowego rocznie w porównaniu do 1,72 pkt procentowego dla kobiet. Barber pogłębił swoje badania w innym zespole [Barber i Odean 2000]. Indywidualni inwestorzy, którzy inwestują w akcje płacą za nadmierną aktywność na rynku kapitałowym. Badania zostały wykonane na 66 465 gospodarstwach domowych z rachunkiem inwestycyjnym w dużym domu maklerskim od 1991 r. do 1996 r. Ci, którzy dużo handlowali zarabiali rocznie 11,4%, kiedy rynek dawał zwrot 17,9%. Średni zwrot gospodarstwa domowego w tym czasie wyniósł 16,4%, przy założeniu inwestowania w akcje spółek małych o wysokim współczynniku beta i obrocie ponad 75% wartości portfela rocznie. Zbytняя pewność siebie wpływa na zbyt dużą liczbę transakcji a tym samym przekłada się na słabsze wyniki indywidualnych inwestorów. Oznacza to, że trading jest niebezpieczny dla wartości portfeli inwestorów.

B. L. Bajtelsmit i A. Bernasek [2013], dokonali badań których przedmiotem była różnica w podejściu do inwestowania wykazywana przez kobiety i mężczyzn. Badacze wskazują, że wiele dotychczasowych studiów na ten temat wskazuje, że kobiety inwestują bardziej konserwatywnie. I jednocześnie cechują się większą awersją do ryzyka. Te wnioski mają duże znaczenie dla życia kobiet na emeryturze. Powody odmiennego zachowania płci są słabiej udokumentowane. Autorzy starają się na podstawie dotychczasowej literatury zebrać prawdopodobne powody innego zachowania kobiet i mężczyzn. Poruszają różnorodne obszary, takie jak ekonomię, socjologię czy wykształcenie.

Kolejnym przykładem badań są analizy C. C. Eckel, P. J. Grossman [2008]. Badania mierzące awersję do ryzyka pomiędzy zachowaniem kobiet i mężczyzn. W większości analiz kobiety były określane jako bardziej unikające ryzyka niż mężczyźni. Analizy z uwzględnieniem dodatkowych czynników nie dają już tak jednoznacznych wyników. Kiedy mężczyźni i kobiety odpowiadają na pytania różnicujące ich zachowanie wobec ryzyka w działania ekonomicznych. Jeśli kobiety są bardziej wrażliwe na ryzyko niż mężczyźni, powinno to być odzwierciedlone we wszystkich aspektach ich podejmowania decyzji, z włączenie wyboru zawodu (i zarobków), decyzjami inwestycyjnymi oraz jakie produkty kupić. Kilka istniejących analiz bada te zależności dokładnie. Większość eksperymen-

tów badających preferencje, przy ryzykownych wyborach, zakłada że kiedykolwiek ludzie dokonują wyborów są zgodni z oczekiwaną funkcją maksymalnej użyteczności.

Niejednoznaczność prezentowanych analiz wskazuje na występowanie różnorodnych czynników, wpływających na efektywność inwestycji, proponowane badania są uzupełnieniem głównym trendów, jednakże brak jednoznacznych wyników wskazuje na występowanie czynników zniekształcających wyniki inwestycji.

3. KONTROLOWANY EKSPERYMENT

Aby zrealizować cel naukowy artykułu posłużono się kontrolowanym eksperymentem, polegającym na przeprowadzeniu gry giełdowej w symulowanych warunkach, po wcześniejszym wypełnieniu ankiety badających zdolność inwestorów do realnej odpowiedzi na otrzymane pytania. Badanie to było wzorowane na E. Russo, P. Shoemaker [za: Nofsinger 2011: 19]. Respondenci mieli odpowiedzieć na 10 pytań, których część zawarto w tab. 1.

Tabela 1

Wybrane z ankiety pytania zadane respondentom, sprawdzające ich pewność siebie

L.p.	Pytanie	Min	Max
1	Jaka jest średnia waga dorosłego płetwala błękitnego?		
2	W którym roku Leonardo da Vinci namalował Mona Lizę?		
3	Ile niepodległych państw było członkami Organizacji Narodów Zjednoczonych w 2009 r.?		
4	Ile wynosi (w kilometrach) dystans z Paryża do Sydney?		

Źródło: Nofsinger [2011].

Respondent miał odpowiedzieć na pytanie, określając górną i dolną granicę przedziału w którym zdaniem respondenta mieści się prawidłowa wartość, tak aby osoba była pewna na 90% swoich odpowiedzi. Większość ludzi myli się w co najmniej pięciu przypadkach, jednakże kiedy respondent ustalił przedziały w odpowiedni sposób powinien pomylić się tylko raz. Powodem większej liczby pomyłek, jest zbyt duża pewność słuszności swoich odpowiedzi. Tym samym czym mniejsza ilość poprawnych odpowiedzi (tab. 2) tym większa pewność siebie respondenta.

Następnie respondenci zostali poproszeni o to, aby reagując w czasie rzeczywistym na zmieniające się ceny akcji spróbowali zmaksymalizować stopę zwrotu z posiadanych aktywów.

Do badania wybrano cztery papiery wartościowe: trzy spółki z indeksu WIG 20 oraz obligację Skarbu Państwa charakteryzującą się zerowym ryzykiem i przynoszącą stopę zwrotu na poziomie 6% rocznie. Wybrane spółki to: KGHM, Vision, Boryszew. Respondenci nie zostali natomiast poinformowani o nazwach spółek.

Grupę respondentów stanowili studenci kierunku Finanse i Rachunkowość, I roku, II stopnia. W badaniu uczestniczyło 145 osób. Grupa respondentów została dodatkowo zróżnicowana pod względem: płci (kobiety i mężczyźni), znajomości rynku kapitałowego (wystarczająca – 1, ponadprzeciętna – 2, dobra – 3, bardzo dobra – 4, wybitna – 5) oraz podejmowanych inwestycji na rynku realnym (lub ich braku). Respondenci nanieśli informacje odnośnie tych cech na wypełnianych ankietach. Aby ograniczyć subiektywizm w wyborze poziomu znajomości rynku do każdej oceny przyporządkowano przykładowe pytanie o rynku kapitałowym.

Celem uzyskania dużej zmienności cenowej wybranych akcji, wykorzystano kwotowania 10 letnie z lat 2002–2012 kompresując je do 20 cykli sześciomiesięcznych. W trakcie eksperymentu respondentom była wyświetlana realna cena papieru wartościowego (poza obligacjami), która zmieniała się na rynku w interwale sześciomiesięcznym. Respondenci na tej podstawie mieli dokonywać modyfikacji swojego portfela inwestycyjnego. Udział każdego z papierów w portfelu określali w procentach. Celem ich działania była maksymalizacja stopy zwrotu z inwestycji po wyznaczonym okresie. Na reakcję respondenci mieli około 3 minut po wyświetleniu nowych kursów akcji.

Reasumując respondenci uczestniczyli w procesie realnego inwestowania w akcje w perspektywie 10 lat, nie znali nazw spółek, więc musieli reagować wyłącznie na zmiany cen poszczególnych walorów.

Głównym kryterium oceny była wypracowana stopa zwrotu oraz ryzyko portfela.

4. WYNIKI BADAŃ

W tab. 2 przedstawiono strukturę respondentów względem płci oraz poziomu pewności siebie. Od razu można stwierdzić, że w grupie badawczej dominują kobiety. Natomiast struktura odpowiedzi na zadane pytania jest odmienna od badań przeprowadzanych na Zachodzie Europy oraz USA [Nofsinger 2011: 20] średnio respondenci udzielali 5,5 poprawnej odpowiedzi, w przypadku naszej grupy badawczej, jest to wartość o wiele niższa. Oznacza to, że mamy do czynienia z czynnikiem skrzywiającym analizowane zjawisko, może to być wiek respondentów czy jednorodność populacji (studenci, w większości bez doświadczenia zawodowego).

Tabela 2

Struktura respondentów względem płci oraz poziomu pewności siebie

Określenie pewności siebie	Kobiety	Mężczyźni
0	14	9
1	38	16
2	28	8
3	14	3
4	9	3
5	1	0
6	1	0
7	1	0
8	0	0
9	0	0
10	0	0
Suma	106	39

Źródło: badania własne.

Ponieważ głównym celem badania było stwierdzenie czy na efektywność podejmowanych inwestycji mają wpływ wybrane cechy, w tab. 3, zaprezentowano podstawowe dane mające wpływ na efektywność inwestycji, czyli płeć i pewność siebie. Dane wskazują, że mężczyźni osiągają lepsze rezultaty inwestycyjne, ale przy wyższym odchyleniu standardowym portfeli. Jednocześnie osoby, które osiągnęły przedziały pewności 2–3, mają najlepsze wyniki inwestycyjne, biorąc pod uwagę takie kryteria jak średnia i maximum.

Drugim kryterium mierzącym pewność siebie jest liczba zmian w portfelu, podczas procesu inwestycyjnego. Dane te pokazuje tab. 4. Z danych tych wynika, że średnio więcej zmian dokonują kobiety.

Kolejnym kryterium jest porównanie liczby zmian do poziomu pewności siebie. Dane te pokazuje tab. 5. Z danych wynika, że średnio w obrębie odpowiedzi 0–5 najwięcej zmian dokonują respondenci z poziomu 3. Nie widać wyraźnego trendu wskazującego na wzrost aktywności inwestycyjnej wraz z wzrastającą pewnością siebie.

Wyniki eksperymentu w postaci stopy zwrotu z portfela inwestycyjnego, w zależności od płci oraz wykazywanej pewności siebie, muszą zostać poddane bardziej zaawansowanej analizie statystycznej, aby można wyciągnąć wnioski co do prawdziwości bądź nie pozostawionej hipotezy.

Tabela 3

Struktura wyników portfeli inwestycyjnych względem płci oraz poziomu pewności siebie [w %]

	Średnia	Minimum	Maximum	Odchylenie
Kobiety	2 583,7	151,8	26 528,9	4 016,1
Mężczyźni	2 609,8	258,6	29 432,0	4 561,5
Pewność 0–1	2 626,3	151,8	24 995,4	3 672,5
Pewność 2–3	2 778,3	159,9	29 432,0	5 240,8
Pewność 4–10	1 745,5	770,6	4 177,1	975,4

Źródło: jak do tab. 2.

Tabela 4

Liczba zmian w portfelu względem płci

Etykiety wierszy	Liczba portfeli	Suma zmian portfela	Średnia z suma zmian portfela
Kobieta	124	5 375	43,35
Mężczyzna	21	857	40,81
Suma końcowa	145	6 232	42,98

Źródło: jak do tab. 2.

Tabela 5

Liczba zmian w portfelu względem pewności siebie

Określenie pewności siebie	Liczba portfeli	Ilość zmian portfela	Średnia z ilości zmian portfela
0	23	994	43,22
1	54	2 268	42,00
2	36	1 572	43,67
3	17	777	45,71
4	12	473	39,42
5	1	60	60,00
6	1	45	45,00
7	1	43	43,00
Suma końcowa	145	6 232	42,98

Źródło: jak do tab. 2.

Analizując dane w tab. 3, w zakresie stopy zwrotu z portfeli oraz płci wiadać, że mężczyźni, osiągnęli lepsze wyniki we wszystkich analizowanych zmiennych, czyli średnie, minimum i maksimum. Ale jednocześnie mieli więk-

sze odchylenie standardowe portfela, co oznacza bardziej różnorodne strategie inwestycyjne.

W zakresie aktywności inwestycyjnej, kobiety wykazywały się większą liczbą transakcji. Na co wskazuje tab. 4. Średnia suma zmian w portfelach kobiet to 43,3 a mężczyzn to 40,8.

Nie można jednoznacznie stwierdzić, odnośnie istnienia zależności pomiędzy pewnością siebie definiowaną jako liczba poprawnych odpowiedzi a liczbą zmian w portfelu (tab. 5). Nie ma tutaj wyraźnego trendu ani zależności.

W celu pogłębienia analizy statystycznej, wykonana została próba ujęcia zależności pomiędzy stopą zwrotu z portfela a ocenianymi zmiennymi w model ekonometryczny. Posłużono się w tym celu estymacją KMNK przy uwzględnieniu zmiennych:

- pewność siebie,
- płeć,
- znajomość rynku,,
- inwestowanie realne.

Wyniki dokonanej estymacji, prezentujące współczynniki modelu prezentuje tab. 6.

Tabela 6

Współczynniki modelu MNK ze zmienną objaśnianą „stopa zwrotu portfela”

	Współczynnik	Błąd stand.	<i>t</i> -Student	Wartość <i>p</i>
Zmienna stała	38,7215	14,5471	2,6618	0,00868
Pewność siebie	-2,44648	2,43676	-1,004	0,31712
Płeć K/M	1,90531	10,0167	0,1902	0,84942
Znajomość rynku	-5,47771	3,30764	-1,6561	0,09995
Inwestowanie realne	6,20183	6,9884	0,8874	0,37636

Źródło: jak do tab. 2.

Wyestymowana zależność potwierdza, iż zaproponowany zestaw zmiennych nie jest w jednoznaczny sposób powiązany ze zmienną objaśnianą. Test istotności zmiennych wskazuje na obarczenie dużym prawdopodobieństwem błędu, wnioski pochodzące z współczynników przy poszczególnych zmiennych modelu. Wyjątek stanowi tu zmienna „znajomość rynku”, dla której test *t*-Studenta określa poziom istotności na poziomie 10%, czyli wartości ostatecznie akceptowalnej. Wnioskując ze współczynnika α , który dla tej zmiennej wynosi $\alpha = -5,48$, wnioskujemy, iż osoby określające swoją znajomość rynku jako dobrą osiągają niższe stopy zwrotu z portfela niż osoby zdystansowane do swojej wiedzy w tym zakresie. Potwierdzać to może wcześniej sugerowaną teorię,

iz osoby o większym doświadczeniu zachowują się ostrożniej i unikają ryzykownych posunięć, przez co ich portfele osiągają niższe, acz stabilniejsze stopy zwrotu. Nie możemy niestety wykluczyć, iż wynik ten spowodowany jest złym pojmowaniem własnej wiedzy o rynku i brakiem pokory respondentów, którym może się wydawać, iż wiedzą wiele, lecz nie przekłada się to na późniejsze wyniki inwestycyjne.

5. PODSUMOWANIE

Przedmiotem analizy w artykule były wyniki portfela inwestycyjnego respondentów, z uwzględnieniem pewnych szczególnych cech, mianowicie płci oraz pewności siebie. Pewność siebie, została zbadana poprzez analizę odpowiedzi na zadaną ankietę, a także poprzez liczbę modyfikacji portfela papierów wartościowych.

Można stwierdzić, że cel publikacji został osiągnięty. Jednocześnie postawiona hipoteza badawcza nie została potwierdzona. W badanej próbie nie ma istotnego związku pomiędzy stopą zwrotu z portfela inwestycyjnego a płcią oraz pewnością siebie inwestorów, definiowaną jako liczbą zmian portfela oraz liczbą poprawnych odpowiedzi na zadane w ankiecie pytania.

Wyniki portfeli nie są proporcjonalne do subiektywnie odbieranej pewności siebie inwestorów. Respondenci wykazujący się pewnością siebie (mała liczba poprawnych odpowiedzi) nie uzyskiwali znacząco innych wyników od respondentów, którzy plasowali się w przedziałach poprawnych odpowiedzi od 4–7. Trudno jest jednak wyciągnąć jednoznaczne wnioski tylko na przesłance, jaką stanowiłyby minimalne, maksymalne oraz średnie wyniki portfeli inwestycyjnych. Istnieje ryzyko, iż duża liczebność ankietowanych, którzy uzyskali poprawne odpowiedzi w przedziałach 0–3, spowodowała czysto probabilistyczne wystąpienie portfela o bardzo dużym dochodzie, który zniekształca ocenę. Warto przyjrzeć się więc wartościom średnim oraz minimalnym. Analizując te dwie dane widzimy, iż inwestorzy z większą liczbą odpowiedzi poprawnych (teoretycznie mniej pewni siebie) osiągają lepsze minimalne stopy zwrotu z inwestycji niż ankietowani z mniejszą liczbą odpowiedzi, co mogłoby oznaczać, iż są oni bardziej świadomi swoich posunięć oraz ostrożniejsi.

Zaproponowany model został poddany podstawowym testom weryfikującym jego poprawność statystyczną, w wyniku których potwierdzono możliwość wnioskowania statystycznego z jego parametrów. Model cechuje się rozkładem normalnym reszt oraz jednorodną wariancją reszt modelu. Warto tu podkreślić, iż na potrzeby sprawdzenia stabilności określonych parametrów uporządkowano rekordy według finalnej stopy zwrotu portfela, po czym poddano sprawdzeniu, czy zaproponowane parametry są jednakowe dla portfeli o niższych stopach zwrotu (pierwsze 50% próby) oraz dla pozostałych. Niezmiernie ciekawym

wnioskiem będzie tu, iż w myśl testu Chowa, zmienne nie są stabilne w obu podpróbach. Obserwujemy wzrost istotności zmiennych „płeć” oraz „pewność siebie” w przypadku portfeli o gorszych wynikach przy jednoczesnym braku istotności tych zmiennych dla portfelach bardziej dochodowych. To pozwala wnioskować, iż istnieje pewien zbiór portfeli, znajdujących się w części gorszych wyników, dla których badane parametry mają znaczenie i niosą pewną wartość w określaniu cech inwestora zarabiającego więcej od innych. Istnieje jednak pewien pułap, powyżej którego zyskowność portfela poddana jest większej przypadkowości względem proponowanych zmiennych. Wniosek ten zachęca do wykonywania dalszych eksperymentów w tym zakresie w celu określenia, czy istnieją również zależności dla portfeli, które możemy określić jako ponadprzeciętne, a nawet wybitne. Pozwoliłoby to określić, czy istnieją pewne wyraźne zależności pomiędzy wynikami tych portfeli a pewnym zestawem zmiennych, bądź czy są to wyniki zdarzające się w sposób całkowicie losowy, w przypadku kilku/kilkunastu procent najbardziej dochodowych portfeli. Niemniej jednak wymaga to przeprowadzenia szeregu dalszych badań i eksperymentów dotyczących tego zagadnienia.

BIBLIOGRAFIA

- Arkes H., Blumer C., 1985, *The psychology of Sunk Cost*, „Organizational Behavior and Human Decision Processes”, no. 35.
- Barber B., Odean T., 2001, *Boys will be boys: Gender overconfidence and common stock investment*, „The Quarterly Journal of Economics”, February.
- Barber D., Odean T., 2000, *Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors*, „The Journal of Finance”, April, vol. LV, no. 2.
- Bajtelsmit B. L., Bernasek A., 2013, *Why do woman invest differently than men?*, www.ssrn.com (lipiec).
- Eckel C. C., Grossman P. J., 2008, *Women and risk aversion: Experimental evidence*, „Handbook of Experimental Economics Results”, vol. 1.
- Fałkowski A., Tyszką T., 2006, *Psychologia zachowań konsumenckich*, GWP, Gdańsk.
- Moore D. A., Kurtzberg T. R., Fox C. R., Bazerman M. H., 1999, *Positive Illusions and Forecasting Errors in Manual Fund Investment Decisions*, „Organizational Behavior and Human Decision Processes”, vol. 79, no. 2, Academic Press.
- Nofsinger J. R., 2011, *Psychologia inwestowania*, Helion, Gliwice.
- Samuelson W., Zeckhauser R., 1988, *Status Quo Bias in Decision Making*, „Journal of Risk and Uncertainty”, no. 1.
- Shefri H., Statman M., 1985, *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence*, „Journal of Finance”, no. 40.
- Tyszką T., Zaleskiewicz T., 2001, *Racjonalność decyzji*, PWE, Warszawa.
- Vissing-Jorgensen A., 2003, *Perspectives on Behavioral Finance: Does „Irrationality” Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Action*, [w:] NBER Macroeconomics Annual no. 18.

Radosław Pastusiak

PEWNOŚĆ SIEBIE INWESTORÓW A WYNIKI OSIĄGANE NA RYNKU KAPITAŁOWYM

W publikacji przyjęto hipotezę stwierdzającą, że inwestorzy wykazujący wysoką pewność siebie osiągają ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne i najczęściej są mężczyznami. Jej potwierdzenie lub zaprzeczenie wiąże się z ważnym nurtem badawczym w finansach behawioralnych, poświęconym wpływowi indywidualnych cech człowieka na efektywność inwestycji na rynku kapitałowym. W dotychczasowych badaniach, uzyskiwane wyniki były bardzo niejednorodne, analiza portfeli inwestycyjnych względem płci wskazywała na unikanie ryzyka przez kobiety a badanie ankietowe preferencji ryzyka nie potwierdzały tego. W artykule zaprezentowano wyniki eksperymentu behawioralnego, zaprojektowanego właśnie w celu potwierdzenia wpływu pewności siebie na wartość inwestycji na giełdzie. Uzyskane rezultaty nie wskazują na to aby pewność siebie miała wpływ na osiąganą efektywność na giełdzie, a także nie ma widocznej zależności pomiędzy pewnością siebie a płcią.

INVESTORS OVERCONFIDENCE AND HIS INVESTMENT EFFICIENCY IN THE CAPITAL MARKET

The publication has been hypothesized investors showing high confidence achieve above-average investment results and most are men. Its confirmation or denial associated with major stream research in behavioral finance, dedicated the influence of individual characteristics of a man on the effectiveness of investment in the capital market. In previous studies, the results obtained are very heterogeneous, the analysis of investment portfolios gender point to avoid the risk of women and risk preferences survey did not confirm this. This paper presents the results of a behavioral experiment, designed precisely to confirm the effect of confidence on the value of the investment in the stock market. The results do not suggest that confidence had an impact on the achieved efficiency of the stock market and there is no apparent correlation between confidence and sex.