

## **Szaleństwo czy racjonalność? Analiza wybranych krachów giełdowych w świetle teorii finansów behawioralnych\***

**Kamil Goral\*\***

**Streszczenie:** Występujące w historii liczne bańki spekulacyjne podają w wątpliwość hipotezę o efektywności rynku kapitałowego. Jej głównymi oponentami są przedstawiciele teorii finansów behawioralnych, którzy wskazują na liczne anomalie występujące na rynku. Celem artykułu jest przedstawienie skrajnych przypadków takich anomalii, jakimi są bańki spekulacyjne. W tym celu zostaną przedstawione wybrane krachy, a ich wyjaśnienie będzie miało podstawy w teorii finansów behawioralnych.

**Słowa kluczowe:** finanse behawioralne, bańka spekulacyjna, Kompania Mórz Południowych, bańka internetowa

### **Wprowadzenie**

Mechanizmy działania rynku kapitałowego od wielu dziesięcioleci budzą zainteresowanie naukowców i badaczy. Jest to obszar ciągle eksplorowany, a zarazem jeszcze tajemniczy i budzący liczne kontrowersje. Pomimo dynamicznego rozwoju nauki o finansach, tworzenia kolejnych modeli służących objaśnianiu i przewidywaniu kierunku zmian na poszczególnych giełdach pojawiają się kolejne zaskoczenia i znaki zapytania. Kilkadziesiąt lat temu, po przełomowym artykule Eugene'a Famy (1970) można było sądzić, że tajemnica działania rynku została odkryta. Hipoteza efektywności rynku kapitałowego zdawała się wiele wyjaśniać, a z drugiej strony zaakceptowała, że wiele pozostanie niewyjaśnione. Ceny aktywów zmieniają się losowo, gdyż aktualna wycena uwzględnia wszystkie dostępne informacje. Ludzie co do zasady działają racjonalnie, a pojawiające się błędy równoważą się wzajemnie, nie wpływając na wycenę. Przewidzenie zmian wartości aktywów jest zatem niemożliwe. Wszelkie ewentualne próby tzw. pobicia rynku skazane są na niepowodzenie lub jedynie na łut szczęścia. Nie trzeba było jednak długo czekać, aby wobec takiego założenia pojawiła się silna opozycja. Badania z pogranicza finansów i psychologii wskazywały, że na rynku

---

\*Opis wydarzeń historycznych zawarty w niniejszym artykule został przedstawiony w głównej mierze na podstawie trzech publikacji: Chancellor 2001; Mackay 1999; Malkiel 2003. Szczegółowe dane bibliograficzne oraz pozostałe źródła są wskazane również w odpowiednich przypisach do tekstu

\*\*mgr Kamil Goral, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, stypendysta projektu „Stypendia – dla nauki, dla rozwoju, dla Mazowsza” współfinansowanego ze środków UE w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego, e-mail: kamil.iemid@interia.pl

kapitałowym występują liczne anomalie cenowe pozwalające osiągać ponadprzeciętne zyski, a więc przeczące hipotezie rynku efektywnego (np. Buczek 2005: 33–35; Czerwonka Gorlewski 2012: 38–43). Ta synteza finansów i psychologii zrodziła nowy nurt badawczy w ramach nauki o finansach, a mianowicie finanse behawioralne.

Sama definicja pojęcia nastęrcza pewnych problemów (Majewski 2012: 59). Na użytek artykułu przyjęto definicję finansów behawioralnych zaproponowaną przez Sebastiana Majewskiego: „Finanse behawioralne jest to część finansów, u której podstaw panuje przekonanie, że istnieją ważne psychologiczne i behawioralne zmienne, związane z inwestowaniem na rynku papierów wartościowych. Umożliwiają one osiąganie zysków przez inwestorów, a jednocześnie powodują występowanie anomalii rynkowych. Teoretycy zajmujący się finansami behawioralnymi przypisują duże znaczenie jednostce i psychologii tłumu” (Majewski 2012: 59–60). Warto być może zauważyć, że anomalie cenowe dotyczą nie tylko rynku papierów wartościowych, lecz także np. rynku nieruchomości i innych. Finanse behawioralne stoją więc w zasadniczej opozycji wobec hipotezy efektywności ryków kapitałowych, a przynajmniej wskazują na jej liczne mankamenty. Wydaje się, że najbardziej dobitnym potwierdzeniem zawodności hipotezy efektywności rynku są jednak dramatyczne w przebiegu i dotkliwe w konsekwencjach bańki spekulacyjne. Ich pojawienie się, a następnie gwałtowne pęknięcie i związane z tym skutki zdają się w jaskrawy sposób przeczyć hipotezie Eugène’a Famy.

Celem niniejszego tekstu jest zaprezentowanie trzech takich baniek: tulipanomanii (XVII wiek), Kompanii Mórz Południowych (dalej także KMP, XVIII wiek) oraz bańki internetowej (końcówka XX wieku). Te z pozoru odległe wydarzenia łączy wiele wspólnych cech, do których na pewno nie można zaliczyć racjonalnej wyceny uwzględniającej wszystkie dostępne informacje. Fakt, że między krachem związanym z KMP a bańką internetową upłynęło tak wiele czasu, daje natomiast do myślenia i wskazuje, że pomimo upływu lat i rozwoju różnych narzędzi analitycznych ludzie w dalszym ciągu ulegają iluzji szybkiego i łatwego zysku na giełdzie.

## **1. Tulipanomania, czyli niebezpieczny kwiat**

Tulipanomania znana jest powszechnie i przedstawiana jako typowy przykład obłędu, jakiego mogą ulec inwestorzy pragnący szybko zarobić. Cechą charakterystyczną, jaka się z tym wiąże, jest fakt, że narzędziem spekulacji nie były akcje czy inne papiery wartościowe, a kwiaty. Roślina, którą w ówczesnej Holandii uważano za przejaw luksusu bądź gratkę dla kolekcjonerów, za takie bowiem uważano rzadkie gatunki tulipanów. Kwiaty bardziej powszechne natomiast nie cieszyły się takim uznaniem, a zatem ich cena także nie była wygórowana. Istotnym faktem związanym z hodowlą tulipanów było, że z cebulki tego kwiatu mógł wyrosnąć zarówno powszechny gatunek, jak i tulipan o niezwykle rzadkim ubarwieniu, którego wartość mogła dać posiadaczowi ogromny zysk. Był to więc swego rodzaju hazard. Kupujący cebulki liczył, że pośród ich dużej liczby znajdzie się ta jedyna,

mogąca przynieść mu ogromny zarobek. Rozwój spekulacyjnej gorączki umożliwił także wysoce rozwinięty, jak na tamte czasy, rynek kapitałowy w Holandii. Tamtejsza giełda stanowiła bowiem ośrodek finansowy ówczesnej Europy i przyciągała spekulantów z całego kontynentu. Dobra sytuacja gospodarcza kraju z kolei napawała społeczeństwo optymizmem i przekonaniem, że na rynku można szybko się wzbogacić.

Tulipany pojawiły się w Holandii w XVI wieku, lecz stały się przedmiotem spekulacji dopiero w 1634 roku. Gorączką spekulacyjną byli zainteresowani głównie przedstawiciele uboższych klas społecznych oraz ludzie mniej znający się na kwiatach niż wytrawni kolekcjonerzy, ci drudzy bowiem oczekiwali kwiatów po cenach odzwierciedlających ich rzeczywistą wartość. Kiedy więc w wyniku spekulacyjnej gorączki tulipany stały się za drogie, wycofali się z handlu. Był w tym być może przejaw wyrachowania. Po okresie euforii i nieracjonalnych wycen można było wejść na rynek tulipanów i nabyć cenne okazy poniżej ich wartości. Trzymając się na uboczu tulipanomanii, znawcy tych kwiatów przyczynili się do powstania bańki, ponieważ rynek stał się nieefektywny. Ci, którzy mogli wpłynąć na uspokojeniu nastrojów rynkowych, zachowawczo usunęli się w cień. Szerząca się mania windowała zatem ceny cebulek do coraz bardziej absurdalnych stawek. Znane są anegdotyczne opowieści opisujące, do jakich zajęć dochodziło podczas tej gorączki (Mackay 1999: 143–145). Część z nich należy uznać za spreparowane *post factum*. Jednak także one uwiadcniają, do jakich groteskowych scen może prowadzić pogoń za zyskiem. Trzeba zauważyć ponadto, że w przeciwieństwie do akcji, które były w tamtych latach raczej rzadkim dobrem, hodowcą tulipanów mógł zostać każdy, ponieważ kwiaty te idealnie pasowały do warunków klimatycznych, jakie panują w Holandii. Koszt ich hodowli nie był wysoki, a opieka nad nie wymagała wiele trudu. Oznaczało to, że przy odrobinie wysiłku i niewielkich kosztach rodziła się pokusa łatwego wzbogacenia.

**Tabela 1**

Ceny tulipanów przed tulipanomanią i w trakcie tulipanomanii (w guldenach)

Rodzaj i waga tulipanów	Cena przed wybuchem tulipanomanii	Cena w szycie tulipanomanii	Procentowy wzrost ceny
Croenen, 1 funt	20	1200	6000
Gouda, 4 asy	20	225	1125
Generalissimo, 10 asów	95	900	947
Semper Augustus, 200 asów	2000	6000	300

Źródło: opracowanie własne na podstawie Chancellor 2001: 34–35.

Bardzo istotnym czynnikiem sprzyjającym takiemu wzrostowi ceny tego towaru było powszechne wykorzystanie kontraktów terminowych, tzw. windhandel (Chancellor 2001: 33–34). Na szeroką skalę stosowano także opcje. Za niewysoką cenę można więc było nabyć prawo do kupna kwiatów po określonej cenie w przyszłości. Wydawało się to szczególnie korzystne w okolicznościach trendu wzrostowego, z którego rychłego odwrócenia niewielu zdawało sobie wówczas sprawę. Spowodowało to, że zarówno dostawca, jak i nabywca nie

dysponowali pierwszy towarem, a drugi gotówką. Ten sposób zawierania transakcji wiązał się z bardzo dużym optymizmem ich uczestników. To zaś skutkowało włączaniem się do spekulacji kolejnych osób, niejako zarażonych tym entuzjazmem. Byli to często ludzie wcześniej niezajmujący się handlem i spekulacją. Charles Mackay opisuje tę gorączkę w następujący sposób: „Ludzie wszystkich klas zamieniali swój dobytek na gotówkę i inwestowali ją w kwiaty. Na sprzedaż wystawiano za bezcen domy i ziemię, byle tylko mieć na opłacenie tulipanowych transakcji. Ta sama gorączka ogarnęła cudzoziemców i do Holandii zewsząd zaczęły napływać pieniądze” (1999: 146). Łatwo więc ulegano plotkom i namowom do inwestowania w kwiaty. Tulipanomania powstała na podatnym gruncie, sprzyjającym rozwojowi gorączki spekulacyjnej, począwszy od korzystnych uwarunkowań naturalnych ułatwiających hodowlę, a skończywszy na szybkim rozwoju wyspecjalizowanego zaplecza wspomagającego handel. Czynniki warunkujące powstanie tulipanomanii:

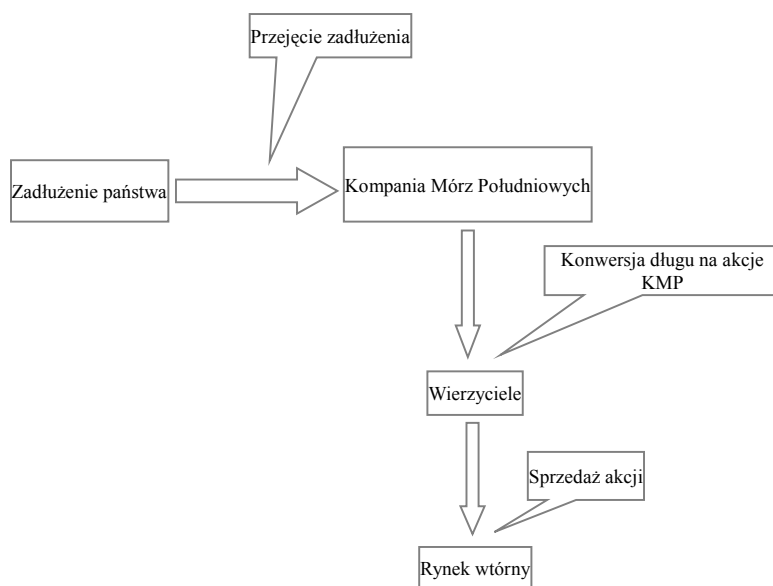
- sprzyjające warunki polityczno-gospodarcze;
- korzystne uwarunkowania naturalne sprzyjające hodowli cebulek;
- niskie koszty hodowli tulipanów;
- brak zaangażowania profesjonalnych kupców i kolekcjonerów mogących stabilizować ceny;
- powszechne zastosowanie kontaktów terminowych skutkujące odroczeniem płatności oraz dostaw, co dawało możliwość kupowania na kredyt;
- rozwój zaplecza do transakcji (dobrze zorganizowany rynek, spotkania w gospodach, system aukcyjny, powstanie pośredników w handlu);
- znaczenie przypadku, z danej cebulki mógł wyrosnąć niezwykle rzadki kwiat o bardzo wysokiej wartości rynkowej (swego rodzaju hazard) (na podstawie Balicki, Bogucka 1989: 191–203; Chancellor 2001: 29–45).

Pęknięcie bańki tulipanowej nastąpiło gwałtownie w lutym 1637 roku. Jej przyczynę trudno wskazać. Wydaje się, że w pewnym momencie doszło do załamania wiary w kontynuację trendu, ceny tulipanów osiągnęły bowiem niezwykle wysokie poziomy. Tak znaczący wzrost doprowadził do osiągnięcia tzw. masy krytycznej, przy której musiało dojść do załamania. W krótkim czasie ceny wróciły do poziomów sprzed powstania bańki, z czego szczególnie ochoczo skorzystali powracający na ten rynek kolekcjonerzy. Dramatyczne jest, że w szczyście tulipanowej gorączki zaczęli się do niej przyłączać ludzie, zastawiając w tym celu cały majątek. Pęknięcie banki miało więc dla wielu opłakane konsekwencje.

## **2. Kompania Mórz Południowych**

Powołana w 1711 roku do życia Kompania Mórz Południowych miała korzystać na monopolu handlu z Ameryką Południową oraz wyspami Pacyfiku, który został jej przyznany przez rząd brytyjski. W rzeczywistości jednak okazała się wehikułem inwestycyjnym mającym na celu przejmowanie państwowego zadłużenia, a następnie zamienianie go na własne akcje. W zamian za to otrzymywała od rządu kilkuprocentowe odsetki od wartości długu,

który przejęła. Zachętą dla wierzycieli państwa do konwersji długu na akcje Kompanii Mórz Południowych były korzyści związane z nadwyżką ceny nominalnej akcji, po jakiej dokonywano zamiany, nad ceną rynkową możliwą do uzyskania przy odsprzedaży jej na rynku wtórnym. Wydawać by się mogło, że takie przedsięwzięcie opłaca się wszystkim jego uczestnikom. Rząd zmniejszał zadłużenie, Kompania otrzymywała rekompensatę za jego przejęcie, a wierzyciele, którzy zdecydowali się na konwersję, mogli liczyć na wysoko wyceniane na rynku papiery wartościowe. Kiedy w 1720 roku parlament brytyjski usankcjonował prawnie takie rozwiązanie, ceny akcji KMP zaczęły gwałtownie zwyżkować. Zarząd Kompanii zrzęcznie zwiększał zainteresowanie akcjami spółki, udzielając pożyczek na ich zakup oraz rozkładając płatności na raty. Oznaczało to, że inwestorzy nie musieli mieć wystarczających środków w chwili zapisów na akcje. To dodatkowo stymulowało popyt i sprzyjało przekonaniu wierzycieli do zamiany zadłużenia na papiery wartościowe emitowane przez Kompanię.



**Rysunek 1.** Mechanizm działania Kompanii Mórz Południowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie Chancellor 2001: 88–132.

Zasadniczym problemem związanym z akcjami było to, że poza sztucznie inicjowanym popytem nie przedstawiały one większej fundamentalnej wartości. Przedsięwzięcia handlowe Kompanii nie przynosiły sukcesów, a obietnice jej rozwoju były raczej wynikiem spekulacyjnej gorączki wzmacnianej przez władze spółki. Dodatkowo zwyżkom cen akcji sprzyjała bierność władz państwowych, w dużej mierze przekupionych przez kierownictwo Kompanii bezpłatnie przyznawanymi akcjami. Nie brakowało jednak głosów krytycznych

związanych z rosnącą bańką spekulacyjną, niknęły jednak w hałasie rozgorączkowanych tłumów liczących na rychły i znaczny zarobek. Kolejne oferty publiczne Kompanii szybko znajdowały nabywców. Sprzyjało to powstawaniu kolejnych spółek wymuszek, które liczyły na korzyści związane z panującą gorączką spekulacyjną. Powstające na dużą skalę spółki tego typu także znajdowały nabywców akcji, mimo że ich perspektywy rozwoju były praktycznie nieznanne. Stanowiły także konkurencję dla Kompanii, odbierając jej potencjalnych inwestorów. To skłoniło władze Kompanii do wymuszenia na władzach przyjęcia zakazu zakładania spółek bez zgody parlamentu oraz wprowadzenia regulacji dotyczących ścigania naciągaczy. Te działania oraz wycofywanie się części spekulantów po zrealizowaniu zysków doprowadziły do rychłego spadku cen akcji Kompanii pod koniec 1720 roku. W szczycie gorączki wyceniane na około 1000 funtów, wróciły do pierwotnej ceny około 100 funtów za akcję. W wyniku załamania kursu wielu inwestorów poniosło dotkliwie straty finansowe. Zaliczał się do nich m.in. wybitny fizyk i filozof Isaac Newton. Efektem krachu była utrata zaufania zarówno do władz, jak i ówczesnego rynku kapitałowego, który zaczął kojarzyć się w powszechnym odbiorze z nieuczciwością i oszustwem.

Wśród czynników warunkujących powstanie bańki Kompanii Mórz Południowych można wymienić:

- optymizm związany z zakończeniem wojny o sukcesję hiszpańską;
- nadzieję z wysokich zysków wynikających z handlu z regionem Ameryki Południowej, obicywanych przez zarząd KMP;
- chęć redukcji zadłużenia przez rząd;
- brak regulacji prawnych mogących zapobiec powstrzymaniu gorączki spekulacyjnej;
- chciwość zarządu KMP czerpiącego korzyści ze wzrostu cen akcji (tzw. insider trading);
- korupcję, przyznawanie wpływowym osobistościom opcji na akcje KMP, co powodowało bierność, a wręcz zachęcało skorumpowanych polityków do sprzyjania spekulacyjnej gorączce na akcjach KMP;
- inwestowanie przez znane osobistości (m.in. króla Jerzego I i członków parlamentu) w akcje KMP, co powodowało wzrost zaufania społecznego dla tej inwestycji (na podstawie Chancellor 2001: 88–132; Malkiel 2003: 16–20).

### **3. Internetowe szaleństwo przełomu wieków**

Gdyby chcieć znaleźć giełdowe szaleństwo podobne w przebiegu do tego związanego z Kompanią Mórz Południowych, należałoby wskazać tzw. bańkę internetową, która powstała na przełomie XX i XXI wieku. Wówczas na amerykańskim rynku kapitałowym doszło do euforii związanej ze spółkami z branży technologicznej, szczególnie tymi, które miały działać w sieci internetowej. Podobieństwem zasadniczym jest to, że zarówno w przypadku Kompanii, jak i bańki internetowej inwestorów praktycznie w ogólnie nie interesował rzeczywisty potencjał spółki. W pewnym momencie na amerykańskim rynku kapitałowym,

podobnie jak na osiemnastowiecznej giełdzie angielskiej, zaczęło dochodzić do ofert publicznych przedsiębiorstw z zupełnie absurdalnym i nierealnym planem biznesowym. Co ciekawe, także wtedy spółki te z powodzeniem sprzedawały swoje papiery udziałowe, których wartość na rynku wtórnym rosła niemal natychmiast, często o kilkaset procent. Trzykrotny wzrost wartości indeksu NASDAQ od 1998 roku do szczytowego momentu hossy wskazuje na skalę entuzjazmu inwestorów (Malkiel 2003: 62–63). W szczytowym czasie internetowej gorączki wyceny niektórych spółek osiągnęły trzycyfrową wartość wskaźnika C/Z. Standardowe narzędzia analizy fundamentalnej nie były więc zupełnie brane pod uwagę.

Łatwość, z jaką spółki internetowe pozyskiwały kapitał na rynku, sprawiła, że nawet ludzie bez jakiegokolwiek doświadczenia biznesowego zaczęli zakładać firmy o profilu działalności skierowanym na internet. Wystarczyło, aby w nazwie spółki pojawiło się po kropce „com”, a przedsięwzięcie uznawano za perspektywiczne i dochodowe. W odróżnieniu jednak od okresu KMP bańka internetowa miała miejsce, kiedy metody analityczne związane z wyceną papierów wartościowych stały na dużo wyższym poziomie. Liczne podręczniki z teorii portfelowej, analizy fundamentalnej czy szerzej teorii finansów były szeroko i łatwo dostępne. Także wysoce rozwinięty rynek amerykański, mający już za sobą kilka wielkich krachów, nie ustrzegł się przed kolejną katastrofą. Wydaje się więc, że bańka internetowa ma charakter szczególny. Na przełomie XX i XXI wieku doszło do zupełnie kuriozalnego spekulacyjnego dramatu. Co ciekawe, także opinie analityków i komentatorów sprzyjały takiemu rozwojowi sytuacji. Zdrowy rozsądek podpowiadałby natomiast, że rzesze profesjonalistów wypowiadających się na temat giełdy powinny ostrzec amerykański rynek przed takich rozmiarów bańką. Tymczasem było odwrotnie. Zamiast ostrzeżeń dominowały hurraoptymistyczne przekazy, budowano nieznane wcześniej wskaźniki mające uzasadniać gwałtowny wzrost cen akcji spółek internetowych. Załamanie, które nastąpiło w połowie 2001 roku, skorygowało wycenę niektórych z tych spółek nawet o 99% w dół. Wiele z nich upadło, pozostawiając za sobą niespełnione nadzieje i gigantyczne straty inwestorów.

#### **4. Przyczyny krachów – wytłumaczenie behawioralne**

Opisane powyżej bańki spekulacyjne miały liczne, często wspólne przyczyny. Jednak obok wytłumaczeń natury ekonomicznej, politycznej czy społecznej trzeba wskazać na niezwykle istotne przyczyny związane z naturą człowieka. Tutaj bardzo użyteczna jest teoria, jaką oferują finanse behawioralne. W świetle tej teorii zostanie wskazanych kilka, jak się zdaje, najistotniejszych przyczyn sprzyjających gorączkom spekulacyjnym.

W głównej mierze trzeba zwrócić uwagę na występowanie zachowań zbiorowych. Na rynku kapitałowym – zarówno przed wiekami, jak i obecnie – ich występowanie wydaje się niepodważalne. To fakt włączania się do spekulacyjnej gorączki rzesz ludzi sprawa, że ceny są windowane w sposób zupełnie oderwany od czynników fundamentalnych. Ludzie zaczynają bowiem inwestować, czy może stosownie jest powiedzieć: spekulować, gdyż

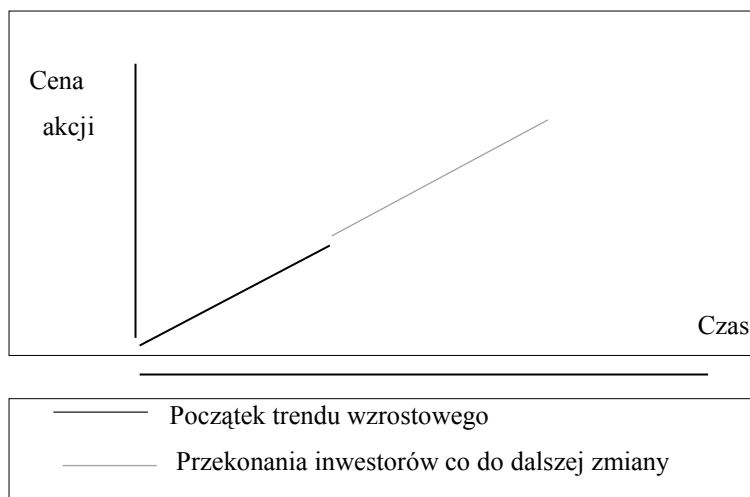
obserwują, że inni naokoło także to robią, i co więcej – dobrze na tym wychodzą.

Pierwszym zjawiskiem o naturze behawioralnej sprzyjającym tego typu postawom jest tzw. wiara w trend. Polega ona na tym, że zwiększające ceny aktywów budzą w inwestorach przekonanie, iż taka sytuacja będzie trwać ciągle. Czyns zgoła nieracjonalnym byłoby więc trzymać się z daleka od rynku. Badania amerykańskich naukowców przytaczane przez Tomasza Zaleśkiewicza (2003: 73–78) wskazują, że ludzie są skłonni wierzyć bardziej w utrzymywanie się trendu wzrostowego niż spadkowego. Jeśli więc na rynku papierów wartościowych bądź innych aktywów występuje hossa, to kolejni inwestorzy chcą w niej uczestniczyć, przyjmując takie optymistyczne założenie. Także analiza omówionych w niniejszym artykule baniek spekulacyjnych potwierdza to założenie.

Niezwykle dobitnie widać je na przykładzie tulipanomanii oraz Kompanii Mórz Południowych. Jak pokazują świadectwa historyczne z tamtego okresu, ludzie włączali się do spekulacji, bo byli przekonani, że wzrost ceny przedmiotów spekulacji będzie permanentny. Warto tu przytoczyć spostrzeżenie: „Niektórzy twierdzili, że **im bardziej rosła cena** [akcji KMP – K.G.], **tym więcej były warte**. Tę opinię wyraził 9 maja korespondent «Flying Post», który napisał, że «im wyższa cena oferowana za akcje mórz południowych, tym większą korzyść odniesie nabywca; i że przy cenie 300 funtów rzeczywista wartość wynosi 448 funtów, a przy 600–800 funtów»” [podkreślenia – K.G.] (Chancellor 2001: 97). Ten sposób rozumowania zarówno sugerował wiarę w trend, jak i wskazywał, że cena zakupu jest niemal automatycznie niższa od rzeczywistej wyceny (sic!). Taki tok rozumowania, zupełnie irracjonalny, napędzał kolejnych kupujących, którzy bezkrytycznie wierzyli, że wchodzi w inwestycję bez żadnego ryzyka. Mimo że nie brakowało sceptyków, którzy przestrzegali, iż spekulacja musi obrócić się przeciwko jej uczestnikom, ich głos był zupełnie ignorowany. Ludzie inwestujący w tego typu przedsięwzięcia uważali nawet, że wykazują się rozwagą i postępują mądrze. Żadne racjonalne przesłanki nie były w tym wypadku brane pod uwagę.

Innym wyjaśnieniem, jakiego dostarczają finanse behawioralne, związanym z powstawaniem baniek spekulacyjnych jest efekt sprzężenia zwrotnego znanego także jako *feedback trading* (istotę sprzężenia zwrotnego wraz z przytoczonymi badaniami zob. Szyszka 2009: 89–91). Jego istota jest w zasadzie dosyć prosta – polega na naśladowaniu transakcji większości inwestorów. Można go więc połączyć z wiarą w trend. Obserwacja ruchów cen akcji czy innych aktywów stanowi dla inwestora informację co do tego, jakie powinien podejmować działania inwestycyjne. Nie jest on zatem zainteresowany analizą wszystkich dostępnych informacji związanych z rynkiem, na jakim inwestuje. Stara się raczej pozostać częścią zbiorowości, inwestować pasywnie, to znaczy nie wyszukiwać na własną rękę spółek, które można uznać za niedowartościowane. Taka postawa miała także miejsce w wypadku analizowanych baniek spekulacyjnych. Naśladownictwo było tutaj nieodłączną cechą giełdowej gorączki. Inwestowanie w myśl logiki tłumu zapewniało na początku hossy oraz w jej szczycie wysokie zyski. Trudno było oprzeć się pokusie podążania za resztą inwestorów. Nie oznacza to jednak, że wszyscy ulegali temu efektowi. Zdarzali się także tacy gracze, którzy potrafili zidentyfikować zagrożenie i wychodzili z inwestycji, widząc, że dalsze podążanie za tłumem musi oznaczać rychłą katastrofę.





**Rysunek 2.** Wiara w trend w warunkach hossy

Źródło: pracowanie własne na podstawie Zaleśkiewicz 2003: 73–78.

Kolejnym wyjaśnieniem mającym zastosowanie do opisanych wyżej krachów giełdowych jest komunikacja międzyludzka (Szyszka 2009: 73). Manie giełdowe angażują coraz to nowych ludzi, którzy włączają się do spekulacyjnej gorączki w związku z informacjami otrzymanymi od innych. Jak pokazują doświadczenia tulipanomanii oraz Kompanii Mórz Południowych, tematyka związana z inwestowaniem była szeroko omawiana na bazarach, w gospodach czy na ulicach. Ludzie wymieniali się opiniami, rozmówcy byli niezwykle zaabsorbowani sytuacją na rynku, duże znaczenie miała plotka. To właśnie plotce można przypisać nagłe załamanie ceny tulipanów. Określona, często niesprawdzona, informacja w warunkach giełdowej gorączki rozprzestrzenia się niezwykle szybko. A jej konsekwencje mogą nasilić bądź przeciwnie – odwrócić rynkowy trend.

Jako przyczynę krachów należy także wskazać różnego rodzaju heurystyki, czyli uproszczenia w rozumowaniu, jakim ulegają inwestorzy (szerzej na ten temat zob. Zielonka 2008: 49–74). W kontekście manii warto wskazać szczególnie nadmierny optymizm oraz pułapkę potwierdzania. Pierwsze, jak sama nazwa wskazuje, to przeświadczenie co do tego, że dany przebieg zdarzeń będzie miał korzystny finał. W wypadku baniek spekulacyjnych takie zachowanie także ma miejsce. Inwestorzy muszą przecież wierzyć, że trend się utrzyma, a nawet jeśli dojdzie do jego załamania, to właśnie im uda się wyjść z inwestycji o czasie. Jeśli takie przekonanie wyraża duża liczba inwestorów, jest to okoliczność stymulująca nieracjonalny wzrost cen aktywów. Mechanizm związany z pułapką potwierdzania polega natomiast na tym, że ludzie mają skłonność do przywiązywania większej wagi do informacji potwierdzającej ich opinię niż do tych, które jej przeczą. Jeśli więc inwestorzy podczas hossy przyjmują założenie, że trend się utrzyma – a taką mają skłonność, jak już to zostało opisane wcześniej – to zasadniczo ignorują informacje, które temu przekonaniu przeczą. Nie brak

było przy okazji opisanych krachów opinii przestrzegających przed negatywnym obrotem zdarzeń. Jeśli jednak większość inwestorów, zgodnie z pułapką potwierdzania, otrzymywała takie sygnały, to jak się zdaje, przeważnie były one ignorowane. W konsekwencji dochodziło do narastania cen na rynku w coraz większym oderwaniu od rzeczywistej wartości aktywów.

## Uwagi końcowe

Bańki spekulacyjne i związane z nimi krachy występowały przed stuleciami i niestety występują obecnie. Skłonność ludzi do łatwego zarobku połączona z tendencją do zachowań zbiorowych sprzyja tego typu zjawiskom. Rozwój finansów behawioralnych coraz lepiej pozwala zrozumieć przyczyny tego typu zachowań. Ważnym pytaniem jest, ile jeszcze razy historii opisane w niniejszym tekście będą się powtarzać. Jak uczy doświadczenie, powinniśmy się spodziewać, że jeszcze nie raz dojdzie do spektakularnych krachów giełdowych. Nie należy jednak poddawać się deterministycznym nastrojom, rosnąca wiedza co do inklinacji inwestorów powinna bowiem skutkować podejmowaniem środków zaradczych mogących przynajmniej ograniczyć zjawiska baniek spekulacyjnych. Chodzi tu o rozwiązania natury instytucjonalnej i rozwój edukacji finansowej. Odpowiednia infrastruktura prawna może chronić przed podejmowaniem nadmiernego ryzyka, szczególnie przez podmioty zorganizowane i wyspecjalizowane. Edukacja finansowa już na etapie szkolnym powinna przygotować nieprofesjonalnych inwestorów do umiejętnego szacowania zarówno korzyści, jak i ryzyk, jakie wiążą się z inwestowaniem na rynku kapitałowym. Papiery wartościowe nie mają bowiem *stricte* użytkowego charakteru, jak inne przedmioty codziennego użytku, brak im więc typowej dla nich wymierności (Dębski 2007: 96–97), dlatego wielu niedoświadczonych inwestorów kieruje się przesłankami nieracjonalnymi, niejako intuicyjnie podążając za hossą.

Co ciekawe, także wielu zawodowców ulega spekulacyjnym zapędom. Jak zauważył Andrzej Sławiński: „Często zarządzający portfelami papierów wartościowych zdają sobie sprawę z tego, że mają do czynienia z bąblem spekulacyjnym, który prędzej lub później pęknie. Jednak nawet oni rzadko decydują się, by wycofać się z wyścigu po zyski” (2006: 161). Dlatego tak trudno jest zapanować nad nieumiarkowanym wzrostem cen. Ważnym postulatem wydaje się jednak wskazywanie na zagrożenia, jakie czekają na giełdzie również, a może przede wszystkim, w okresie dynamicznej hossy.

## Literatura

- Balicki J., Bogucka M. (1989), *Historia Holandii*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich, Wrocław.
- Buczek S.B. (2005), *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Chancellor E. (2001), *Historia spekulacji finansowych*, Wydawnictwo Muza, Warszawa.
- Czerwonka M., Gorlewski B. (2012), *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Fama E. (1970), *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, „Journal of Finance”, vol. 25, nr 2.
- Mackay Ch. (1999), *Niezwykłe złudzenia i szaleństwa tłumów*, WIG-Press, Warszawa.
- Majewski S. (2012), *Wpływ czynników behawioralnych na rynkową wycenę akcji. Ujęcie ilościowe*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Malkiel G.B. (2003), *Błądząc po Wall Street. Dlaczego nie można wygrać z rynkiem*, WIG-Press, Warszawa.
- Sławiński A. (2006), *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa.
- Szyska A. (2009), *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Zaleskiewicz T. (2003), *Psychologia inwestora giełdowego. Wprowadzenie do finansów behawioralnych*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk.
- Zielonka P. (2008), *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa.

#### **MADNESS OR RATIONALITY? ANALYSIS OF CHOSEN STOCK CRASHES IN LIGHT OF THEORY OF BEHAVIORAL FINANCE**

**Abstract:** In the history of finance many speculative bubbles appeared. This is strong argument against hypothesis of capital market efficiency. Most of the opponents are representatives of behavioral finance theory who points a lot of capital's market anomalies. The main aim of the article is presentation extreme cases of this anomalies which are speculative bubbles. In this purpose there will be presented chosen meltdowns and its explanation in the light of behavioral finance theory.

**Keywords:** behavioral finance, speculative bubble, South Sea Company, internet bubble

