Psychologia decyzji inwestycyjnych w świetle książki The Madness of Markets Why Smart Investors Make Crazy Decisions Alexa Edmansa

AUTOR

Fundacja Dobre Państwo

STRESZCZENIE / ABSTRACT

Artykuł analizuje wpływ czynników psychologicznych na procesy inwestycyjne, wskazując, że analiza ekonomiczna często ustępuje emocjom. Kluczowym zagadnieniem jest efekt dyspozycji – tendencja do zbyt szybkiego sprzedawania zyskownych aktywów i zbyt długiego utrzymywania stratnych pozycji. Autor wyjaśnia to zjawisko poprzez teorię perspektywy Kahnemana i Tversky'ego, w której cena zakupu staje się subiektywnym punktem odniesienia, a nie tylko daną historyczną. Tekst podkreśla rolę rachunkowości mentalnej oraz błędu kosztów utopionych, które sprawiają, że inwestorzy traktują zmiany wartości portfela jako ocenę własnych kompetencji, a nie obiektywne dane o przyszłych przepływach pieniężnych. Zrozumienie tych mechanizmów jest niezbędne do optymalizacji alokacji kapitału i uniknięcia pułapek behawioralnych.

The article analyzes the influence of psychological factors on investment processes, indicating that economic analysis often gives way to emotions. A key issue is the disposition effect—the tendency to sell winning assets too quickly and hold losing positions for too long. The author explains this phenomenon through Kahneman and Tversky's prospect theory, in which the purchase price becomes a subjective reference point rather than merely historical data. The text emphasizes the role of mental accounting and the sunk cost fallacy, which lead investors to treat changes in portfolio value as an assessment of their own competence rather than objective data on future cash flows. Understanding these mechanisms is essential for optimizing capital allocation and avoiding behavioral traps.

Artykuł analizuje fundamentalne napięcie między racjonalną analizą ekonomiczną a psychologicznymi mechanizmami podejmowania decyzji inwestycyjnych. Główna teza zakłada, że inwestorzy – niezależnie od poziomu wiedzy – często rezygnują z maksymalizacji zysku na rzecz realizacji potrzeb psychicznych, co prowadzi do systematycznych błędów w wycenach rynkowych. Autor szczegółowo omawia zjawiska takie jak efekt dyspozycji (tendencja do przedwczesnej sprzedaży zyskownych aktywów i zbyt długiego utrzymywania stratnych), nadmierna pewność siebie oraz błędy rachunkowości mentalnej, m.in. w postaci iluzji „darmowych dywidend". Tekst dowodzi, że cena zakupu często staje się dla inwestora emocjonalną kotwicą i miarą osobistej kompetencji, a nie jedynie historycznym zapisem księgowym. Poprzez przywołanie badań z zakresu finansów behawioralnych i neuroekonomii, artykuł pokazuje, że irracjonalność nie jest wynikiem braku informacji, lecz specyfiki ludzkiego poznania, która sprawia, iż walka o obronę własnego ego staje się ważniejsza niż optymalizacja portfela.

SŁOWA KLUCZOWE

psychologia decyzji inwestycyjnych | efekt dyspozycji | teoria perspektywy | rachunkowość mentalna | użyteczność realizacji | błąd kosztów utopionych | awersja do strat | total return | dryf cen po publikacji wyników finansowych | neuroekonomia | punkt odniesienia | alokacja kapitału | behawioralne finanse | iluzja darmowej dywidendy

Psychologia decyzji dominuje nad analizą ekonomiczną

Efekt dyspozycji, nadmierna pewność siebie i psychologiczna rachunkowość inwestora. Od teorii perspektywy do zniekształceń cen aktywów

Zdolność inwestora do rozpoznania wartości ekonomicznej aktywa nie gwarantuje umiejętności podejmowania właściwych decyzji o momencie zakupu, utrzymaniu pozycji czy sprzedaży. Rozbieżność między wiedzą a działaniem jest jednym z kluczowych problemów finansów behawioralnych; pokazuje ona, że nawet poprawnie przeprowadzona analiza może zostać podporządkowana celom psychicznym niemającym bezpośredniego związku z maksymalizacją

oczekiwanej użyteczności majątku. Inwestor nie postrzega bowiem zmian wartości portfela jako bezosobowych informacji o przyszłych przepływach pieniężnych.

Odczytuje je raczej jako komunikaty dotyczące własnych kompetencji, trafności wcześniejszych sądów, miejsca w hierarchii społecznej oraz zdolności panowania nad niepewnością. Posiadanie akcji tworzy zatem równocześnie relację ekonomiczną i psychologiczną: z jednej strony jest to uprawnienie do udziału w przyszłych dochodach przedsiębiorstwa, z drugiej zaś osobista historia decyzji, z którą właściciel się utożsamia.

Szczególnego znaczenia nabiera cena nabycia instrumentu. Z punktu widzenia bieżącej wyceny rynkowej jest ona jedynie informacją historyczną, jednak w psychologii decyzji może funkcjonować jako punkt odniesienia, względem którego inwestor nieustannie porządkuje doświadczenie sukcesu i porażki. Klasyczna teoria wyboru portfelowego narzuca inną logikę: dalsze utrzymywanie składnika majątku powinno zależeć przede wszystkim od oczekiwanych przyszłych korzyści, ryzyka, kosztów transakcyjnych, podatków oraz alternatywnych możliwości lokowania kapitału. Sama wysokość ceny zakupu nie determinuje bowiem przyszłej wartości aktywa.

Choć cena ta wpływa na podstawę opodatkowania, wielkość niezrealizowanego zysku lub straty i bieżącą płynność, poza tymi aspektami nie stanowi autonomicznego argumentu za kontynuowaniem inwestycji. Wynika to z rachunku kosztów alternatywnych: każda jednostka kapitału pozostawiona w dotychczasowym aktywie jest jednocześnie kapitałem, którego nie można wykorzystać gdzie indziej. Właściwy problem decyzyjny nie dotyczy więc tego, czy bieżąca cena pozwala odzyskać pierwotny wydatek, lecz czy aktywo oferuje obecnie odpowiednią relację oczekiwanego dochodu do ponoszonego ryzyka. Uporczywe odwoływanie się do ceny historycznej prowadzi do błędu kosztów utopionych, jeśli przesądza o kontynuowaniu przedsięwzięcia mimo niekorzystnej zmiany perspektyw ekonomicznych. Inwestor uzależnia wówczas przyszłą alokację kapitału od przeszłej decyzji, której skutków nie jest już w stanie odwrócić.

Hersh Shefrin i Meir Statman przedstawili w 1985 roku jedną z najważniejszych analiz takiej asymetrii zachowań, określając ją mianem efektu dyspozycji (disposition effect). W pracy "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence" opisali skłonność do relatywnie szybkiego sprzedawania aktywów zyskownych przy jednoczesnym utrzymywaniu tych, których wartość spadła. Zjawisko to stanowi odejście od decyzji opartych wyłącznie na oczekiwanej rentowności, gdyż prawdopodobieństwo sprzedaży zostaje powiązane z historyczną relacją między ceną nabycia a bieżącą.

Shefrin i Statman wyjaśniali ten mechanizm, łącząc teorię perspektywy z rachunkowością mentalną, niechęcią do żalu, problemami samokontroli i uwarunkowaniami podatkowymi. Co

istotne, ich koncepcja nie sprowadzała tych zachowań do jednej emocji ani do prostego założenia o awersji do strat. Zakładała ona istnienie wielu mechanizmów, które mogą wzajemnie wzmacniać skłonność do utrzymywania pozycji przynoszącej niezrealizowaną stratę.

Psychologiczne mechanizmy za efektem dyspozycji

Sprzedaż aktywa z zyskiem przynosi pozytywne potwierdzenie trafności decyzji, podczas gdy sprzedaż ze stratą jest często odczuwana jako ostateczne uznanie porażki. Dopóki stratna pozycja pozostaje otwarta, istnieje możliwość psychologicznego podtrzymywania scenariusza odwrócenia niekorzystnego wyniku.

Teoretyczne fundamenty tego zjawiska stanowi teoria perspektywy Daniela Kahnemana i Amosa Tversky'ego, przedstawiona w 1979 roku na łamach "Econometrica". W przeciwieństwie do standardowego modelu oczekiwanej użyteczności, który opiera się na wartościowaniu końcowych stanów majątkowych, teoria perspektywy kładzie nacisk na zmiany oceniane względem konkretnego punktu odniesienia. Funkcja wartości przebiega inaczej w obszarze zysków i strat: jest wklęsła dla tych pierwszych i wypukła dla drugich, przy czym straty o tej samej wartości bezwzględnej wywołują silniejszą reakcję niż odpowiadające im zyski. Taka konstrukcja wyjaśnia skłonność do unikania ryzyka w sytuacji postrzeganego zysku oraz do jego poszukiwania w obliczu straty. Inwestor, którego akcje zdrożały względem ceny zakupu, może preferować pewny zysk ze sprzedaży zamiast dalszej ekspozycji na zmienność rynku. Z kolei posiadacz stratnych akcji może akceptować ryzyko kolejnego spadku, jeśli utrzymanie pozycji daje szansę na powrót do poziomu odniesienia. Nie jest to jednak reguła uniwersalna, którą można wyprowadzić z samej awersji do strat; reakcja ta zależy od kształtu funkcji wartości, sposobu sformułowania problemu, prawdopodobieństw oraz horyzontu czasowego oceny wyniku.

Różnica między teorią perspektywy a rzeczywistym zachowaniem akcjonariuszy stała się przedmiotem analizy Nicholasa Barberisa i Wei Xionga. Autorzy wykazali, że klasyczne preferencje opisane przez Kahnemana i Tversky'ego nie prowadzą w każdej specyfikacji modelu do efektu dyspozycji. W zależności od przyjętych parametrów oraz sposobu uwzględniania zmian wartości portfela, model może przewidywać także zachowania przeciwne. Oznacza to, że popularne utożsamianie efektu dyspozycji bezpośrednio z awersją do strat jest niepełne.

Kluczowe staje się zatem pytanie: kiedy inwestor ocenia swój wynik, jaki punkt odniesienia stosuje i czy znaczenie psychologiczne przypisuje bieżącej wartości majątku, czy dopiero formalnemu zamknięciu transakcji. Barberis i Xiong rozwinęli w tym kontekście model użyteczności realizacji (realization utility), według którego samo urzeczywistnienie zysku lub straty może stanowić źródło

odrębnej korzyści bądź przykrości psychicznej. Nie chodzi więc wyłącznie o obserwację zmiany majątku, lecz o sam akt rozliczenia inwestycji. Model ten opisuje sytuację, w której dwie decyzje pozostawiają inwestora z podobnym poziomem kapitału, lecz różnią się znaczeniem przypisanym formalnej sprzedaży instrumentu. Rozróżnienie między wartością ekonomiczną a użytecznością realizacji wyniku ma konsekwencje wykraczające poza interpretację pojedynczej transakcji.

Efekt dyspozycji prowadzi do przedwczesnej realizacji zysków i zbyt długiego utrzymywania strat

Jeśli inwestor czerpie satysfakcję z zamknięcia pozycji zyskownej, może realizować zyski częściej, niż wynikałoby to z modelu optymalnej alokacji. Jeżeli jednocześnie unika emocjonalnego kosztu zamknięcia pozycji stratnej, zdarza mu się pozostawiać w portfelu aktywa, których dalsze utrzymywanie nie znajduje już ekonomicznego uzasadnienia. W takim układzie decyzja o sprzedaży staje się przedmiotem dwóch równoległych ocen: finansowej, uwzględniającej przyszłe przepływy i koszt alternatywny kapitału, oraz psychologicznej, odnoszącej się do znaczenia sukcesu lub porażki. Nie należy jednak utożsamiać modelu użyteczności realizacji z tezą, że każda zyskowna sprzedaż wywołuje określony wyrzut dopaminy, a każda stratna prowadzi do identycznej reakcji neuronalnej. Taka interpretacja nadmiernie upraszcza złożone zależności między subiektywną użytecznością, reakcją emocjonalną a procesami neurobiologicznymi. W ujęciu naukowym model opisuje strukturę preferencji i pozwala formułować przewidywania dotyczące zachowań, nie ustanawia natomiast uniwersalnej mapy neurochemicznych następstw każdego zlecenia giełdowego.

Empiryczną podstawę współczesnego rozumienia efektu dyspozycji stworzyły badania Terrance'a Odeana z 1998 roku, opublikowane pod tytułem „Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?”. Autor przeanalizował dane z około dziesięciu tysięcy rachunków inwestycyjnych obsługiwanych przez amerykański dom maklerski w latach 1987–1993. Zamiast polegać na deklaracjach dotyczących gotowości do podejmowania ryzyka, zbadał rzeczywiste decyzje transakcyjne oraz relację między zyskami i stratami zrealizowanymi a tymi, które można było zrealizować. Wprowadził dwa mierniki: proporcję realizowanych zysków (proportion of gains realized, PGR) oraz proporcję realizowanych strat (proportion of losses realized, PLR). Taka konstrukcja pozwoliła uniknąć błędu polegającego na prostym porównywaniu bezwzględnej liczby sprzedaży zyskownych i stratnych. Jeśli w danym okresie większość walorów w portfelach zyskuje na wartości, większa liczba realizacji zysków nie musi świadczyć o skłonności do ich preferowania. Konieczny jest mianownik określający zbiór pozycji dostępnych do realizacji. Odean porównywał zatem

częstotliwość sprzedaży zyskownych aktywów z udziałem realizowanych strat w zbiorze odpowiednich możliwości. W badanej próbie PGR wynosił około 14,8%, natomiast PLR około 9,8%.

Oznaczało to, że inwestorzy realizowali relatywnie większy odsetek dostępnych zysków niż strat. Różnica była znaczna i zgodna z przewidywaniami dotyczącymi efektu dyspozycji. Nie należy jednak odczytywać jej jako ponadczasowej stałej psychologicznej charakteryzującej wszystkich uczestników rynku. Wynik odnosił się do konkretnej próby, okresu historycznego i organizacji obrotu. Co więcej, Odean wykazał istotne zróżnicowanie zachowań w ciągu roku. W grudniu, gdy kluczowe stawały się rozliczenia podatkowe, skłonność do realizowania strat wzrastała na tyle, że typowy wzorzec dyspozycyjny ulegał osłabieniu lub odwróceniu. Okoliczność ta ma istotne znaczenie teoretyczne.

Efekt dyspozycji to błąd poznawczy, a nie racjonalna strategia

Autor pokazuje, że reakcje inwestorów nie są wyznaczane przez niezmienną cechę osobowości, lecz wynikają z interakcji preferencji, punktów odniesienia oraz instytucjonalnych bodźców, które kształtują koszty i korzyści konkretnych decyzji. Nawet jeśli emocjonalna niechęć do przyznania się do straty pozostaje silna, zmiana warunków podatkowych może skłonić inwestora do zachowania przeciwnego. Dalsze wyniki badań Odeana podważyły przekonanie, że obserwowana asymetria sprzedaży wynikała z lepszych prognoz dotyczących walorów pozostawianych w portfelach. Akcje sprzedawane z zyskiem osiągały w analizowanym okresie późniejsze wyniki, które nie wskazywały na wyraźną przewagę decyzji o ich sprzedaży nad utrzymywaniem pozycji stratnych.

Badanie zawierało także ilustrację korzyści podatkowych i inwestycyjnych, które w konkretnym przykładzie mogły wynosić około 4,4% wartości porównywanej transakcji w ciągu roku. Wartości tej nie należy jednak przekształcać w twierdzenie o gwarantowanej, dodatkowej rocznej stopie zwrotu wynoszącej 4,4%, osiągalnej przez każdego inwestora dzięki mechanicznemu odwróceniu efektu dyspozycji. Byłoby to nieuprawnione przeniesienie wyniku konkretnego rachunku na całe spektrum przyszłych strategii inwestycyjnych. W rzeczywistości nie wszystkie akcje stratne będą dalej spadały, a nie każda zyskowna utrzyma wcześniejszy trend.

Ponadto sprzedaż aktywów generuje koszty transakcyjne, może wywoływać zobowiązania podatkowe i zmienia strukturę ryzyka całego portfela. Wartość dowodowa badania polega przede wszystkim na wykazaniu systematycznej asymetrii wyborów, która nie znajdowała dostatecznego uzasadnienia w kolejnych wynikach inwestycji i często pozostawała sprzeczna z korzyściami

podatkowymi. Efekt dyspozycji należy również odróżnić od racjonalnego rebalansowania portfela. Jeżeli określona akcja znacznie wzrosła na wartości i wskutek tego zaczęła stanowić nieproporcjonalnie dużą część majątku, jej częściowa sprzedaż może być uzasadniona kontrolą koncentracji ryzyka. Z drugiej strony inwestor może utrzymywać akcję, której kurs spadł, ponieważ jego aktualna analiza wskazuje na wzrost oczekiwanej stopy zwrotu w stosunku do bieżącej ceny. Takie zachowania nie muszą być behawioralnie błędne. O efekcie dyspozycji można mówić wówczas, gdy sama relacja ceny bieżącej do ceny zakupu oddziałuje na prawdopodobieństwo sprzedaży w sposób niewyjaśniony przyszłymi korzyściami ekonomicznymi, podatkami lub wymaganiami zarządzania ryzykiem.

Metodologia odróżniania błędów poznawczych od racjonalnych decyzji

To rozróżnienie jest kluczowe dla metodologii badań empirycznych. Bez niego niemal każde utrzymywanie stratnej pozycji można by uznać za irracjonalne, a każdą realizację zysku za przejaw błędu. Poprawna diagnoza wymaga zatem zestawienia decyzji z dostępnymi alternatywami oraz informacjami, którymi inwestor dysponował w danym momencie, a nie jedynie oceny transakcji przez pryzmat wyniku, który poznano po latach. Ważnego rozszerzenia wiedzy o efekcie dyspozycji dostarczyli Itzhak Ben-David i David Hirshleifer w badaniu Are Investors Really Reluctant to Realize Their Losses? Trading Responses to Past Returns and the Disposition Effect z 2012 roku. Autorzy wykazali, że zależność między historycznym wynikiem pozycji a prawdopodobieństwem jej sprzedaży jest bardziej złożona, niż sugerowałby prosty podział na zyski i straty. Przy krótkich okresach utrzymywania aktywa prawdopodobieństwo sprzedaży może rosnąć nie tylko przy wysokich zyskach, lecz także przy bardzo dużych stratach, przyjmując przebieg zbliżony do litery V. Inwestor może zatem niechętnie realizować umiarkowaną stratę, wciąż licząc na odzyskanie ceny zakupu, ale zdecydować się na sprzedaż po spadku tak głębokim, że pierwotny scenariusz inwestycyjny traci wiarygodność.

Wyniki te wskazują, że efekt dyspozycji nie jest jednorodną reakcją o niezmiennym natężeniu. Jego przejawy zależą od skali wyniku, czasu utrzymywania instrumentu, sposobu aktualizowania oczekiwań i indywidualnych przekonań co do przyszłego kierunku cen. Badacze nie znaleźli również jednoznacznego potwierdzenia, że całą obserwowaną asymetrię wyjaśnia bezpośrednia psychologiczna preferencja do realizowania zysków. Wzmacnia to potrzebę oddzielenia opisu zachowania od interpretacji jego mechanizmu. Można z dużą pewnością ustalić, że określona grupa

inwestorów częściej sprzedaje aktywa zyskowne, a następnie prowadzić naukowy spór o przyczyny tej regularności.

Włączenie neuroekonomii do tych rozważań pozwala sprawdzić, czy subiektywne znaczenie realizacji wyniku znajduje odzwierciedlenie w procesach neuronalnych towarzyszących podejmowaniu decyzji. Cary Frydman, Nicholas Barberis, Colin Camerer, Peter Bossaerts i Antonio Rangel wykorzystali funkcjonalny rezonans magnetyczny do badania aktywności mózgu osób uczestniczących w eksperymentalnym rynku akcji. W pracy z 2014 roku pt. Using Neural Data to Test a Theory of Investor Behavior: An Application to Realization Utility wykazali zależności zgodne z przewidywaniami teorii użyteczności realizacji. Aktywność brzuszno-przyśrodkowej części kory przedczołowej, odpowiedzialnej za ocenę wartości dostępnych działań, była powiązana z wielkością potencjalnego zysku kapitałowego, który uczestnik mógł zrealizować. Z kolei aktywność prążkowia brzusznego wykazywała dodatnią reakcję podczas realizacji zysków. Wskaźniki neuronalne korelowały również z indywidualnym nasileniem efektu dyspozycji. Wyniki te uwiarygadniają model, według którego formalne zamknięcie inwestycji może dostarczać odrębnej użyteczności psychologicznej.

Nie należy jednak wnioskować, że odkryto pojedynczy ośrodek mózgowy odpowiedzialny za wszystkie błędy inwestycyjne lub że identyczne reakcje występują w każdej rzeczywistej sytuacji giełdowej. Eksperymentalny rynek zapewnia kontrolę nad bodźcami, lecz nie odtwarza w pełni osobistych konsekwencji utraty majątku, odpowiedzialności zawodowej czy wieloletniej niepewności inwestycyjnej. Szczególnie interesującym rozwinięciem rachunkowości mentalnej jest koncepcja przenoszenia kont mentalnych (rolling mental accounts), opracowana przez Cary'ego Frydmana, Samuela Hartzmarka i Davida Solomona.

Reinwestycja i struktura kosztów jako czynniki zniekształcające ceny

Badacze ustalili, że sposób postrzegania transakcji sprzedaży zmienia się, gdy uzyskane środki zostają szybko ponownie zainwestowane. W takich sytuacjach inwestorzy mogą traktować zamianę jednego aktywa na drugie jako kontynuację tej samej inwestycji, a nie jako ostateczne zamknięcie wcześniejszej decyzji.

W analizowanych danych efekt dyspozycji był wyraźny w dniach, w których sprzedaży nie towarzyszył nowy zakup, natomiast zanikał w okresach szybkiej reinwestycji. Autorzy uzupełnili analizę obserwacyjną eksperymentem laboratoryjnym, co pozwoliło dowieść przyczynowego

wpływu organizacji reinwestycji na skłonność do realizowania strat. Równocześnie stwierdzili zjawisko określone jako rolled disposition effect: historyczna cena pierwotnej inwestycji mogła pozostawać psychologicznym punktem odniesienia nawet po zakupie innego waloru. Inwestor sprzedający akcję ze stratą i nabywający nową pozycję nie zawsze uwalniał się więc od wcześniejszego zakotwiczenia. Mógł jedynie przenosić niezrealizowaną potrzebę odzyskania kapitału na następny instrument.

Rozpoznanie tego mechanizmu otwiera perspektywę projektowania bardziej racjonalnych procedur decyzyjnych, lecz nie uzasadnia mechanicznego zalecenia natychmiastowego zastępowania każdej stratnej pozycji innym aktywem. Wyniki Frydmana, Hartzmarka i Solomona pokazują, że możliwość reinwestowania może zmniejszać psychologiczny opór przed realizacją straty. Nie dowodzą one jednak, że każda taka zamiana prowadzi do wzrostu wartości portfela ani pozwala uzyskać stałą, dodatkową stopę zwrotu. Co więcej, badacze zaobserwowali, że po przeniesieniu stratnej inwestycji na inne aktywo uczestnicy rynku mogą wybierać instrumenty o podwyższonej zmienności, poszukując większej szansy odzyskania środków. Procedura skutecznie zmniejszająca jedną deformację decyzyjną może zatem nasilać inną – polegającą na nadmiernym poszukiwaniu ryzyka.

Architektura decyzji finansowej powinna być zatem oceniana nie tylko przez pryzmat tego, czy inwestor potrafi zaakceptować stratę, lecz również pod względem jakości następnej alokacji kapitału. Zmniejszenie kosztu emocjonalnego nie jest tożsame z poprawą rachunku ekonomicznego, jeżeli uwolnione środki zostaną przeznaczone na jeszcze bardziej spekulacyjną inwestycję.

Efekt dyspozycji nie ogranicza się do rachunków inwestorów indywidualnych. Andrea Frazzini w pracy The Disposition Effect and Underreaction to News z 2006 roku wykorzystał dane dotyczące udziałów funduszy inwestycyjnych, aby rekonstruować ceny nabycia akcji przez inwestorów instytucjonalnych i badać ich reakcję na informacje o przedsiębiorstwach. Wyniki wskazywały, że skłonność do realizowania zysków i opóźniania sprzedaży pozycji stratnych może wpływać na sam przebieg dostosowywania kursów giełdowych do nowych wiadomości.

Mechanizm ten nabiera szczególnego znaczenia w zestawieniu z wcześniej omawianym zjawiskiem dryfu cen po publikacji wyników finansowych (post-earnings-announcement drift). Jeżeli spółka przekazuje korzystną informację, a jej akcjonariusze posiadają znaczące niezrealizowane zyski, część z nich może traktować wzrost ceny jako sposobność do sprzedaży. Powstająca presja podażowa może ograniczać natychmiastową skalę reakcji kursu, nawet jeśli informacja uzasadnia większy wzrost wartości. Analogicznie, po niekorzystnych wiadomościach posiadacze akcji wykazujący niezrealizowane straty mogą zmniejszać skłonność do sprzedaży, co ogranicza

początkową presję spadkową. W obu przypadkach pełne dostosowanie ceny może następować stopniowo.

Frazzini wykazał, że powolna reakcja cen na informacje była szczególnie silna wtedy, gdy znak niezrealizowanych zysków lub strat akcjonariuszy pozostawał zgodny z kierunkiem nowej wiadomości. Ważną konsekwencją tego wyniku jest możliwość traktowania historycznych cen nabycia nie tylko jako indywidualnych punktów odniesienia, ale również jako czynników kształtujących zagregowaną podaż aktywów. Jeśli znaczna część akcjonariatu posiada akcje kupione po cenach wyraźnie niższych od bieżącego kursu, określone zdarzenie rynkowe może wywołać zwiększoną gotowość realizacji zysków. Jeśli dominują właściciele ponoszący niezrealizowane straty, struktura ich reakcji będzie odmienna. W takim układzie rozkład historycznych cen nabycia wśród inwestorów staje się potencjalnie istotną zmienną mikrostrukturalną.

Nie oznacza to jednak, że sam rozkład kosztów historycznych pozwala dokładnie prognozować przyszłe kursy. Dane o rzeczywistych cenach nabycia bywają niepełne, zmieniają się wraz z obrotem, a zachowanie inwestorów zależy również od płynności, wymagań portfelowych, opodatkowania i przekonań dotyczących spółki. Frazzini wykazał jednak, że informacje o pozycjach właścicieli mogą zwiększać zdolność wyjaśniania powolnego dostosowywania kursów do nowych danych.

Historyczne ceny jako psychologiczne punkty orientacyjne

W przeprowadzonych testach historycznych strategia oparta na tej zależności osiągała szacowane miesięczne nadwyżkowe stopy zwrotu przekraczające dwa punkty procentowe. Wynik ten jest jednak pochodną konkretnej konstrukcji badawczej i okresu obserwacji; nie należy go traktować jako gwarantowanej stopy zwrotu dostępnej obecnie, zwłaszcza po uwzględnieniu pełnych kosztów realizacji strategii, jej pojemności kapitałowej oraz zmian w rynkowej konkurencji.

Zjawisko zakotwiczenia na cenach historycznych znajduje potwierdzenie w badaniach nad rolą maksimów notowań. Thomas George i Chuan-Yang Hwang wykazali w 2004 roku, że odległość bieżącej ceny akcji od jej maksimum z ostatnich 52 tygodni ma istotną zdolność objaśniania przyszłych stóp zwrotu związanych z anomalią momentum. Psychologiczna interpretacja tego wyniku sugeruje, że dobrze zapamiętany poziom cenowy służy inwestorowi jako punkt orientacyjny w ocenie atrakcyjności instrumentu. W efekcie akcja zbliżająca się do rocznego maksimum może

być postrzegana jako szczególnie droga, nawet jeśli poprawa oczekiwanych przepływów pieniężnych uzasadnia przekroczenie wcześniejszej ceny. Inwestor może zatem sprzedawać instrument przy poziomie, który jest istotny poznawczo, lecz nie musi mieć szczególnego znaczenia dla wartości spółki. Podobnie działają okrągłe wartości cen i indeksów, które skupiają uwagę uczestników rynku i prowadzą do koncentracji zleceń.

Nie należy jednak utożsamiać statystycznej przewidywalności stóp zwrotu z bezpośrednim dowodem występowania jednej, konkretnej emocji. Zachowanie kursów w pobliżu maksimów może zależeć także od dynamiki informacji, struktury własności, ryzyka czy warunków obrotu. Wartość poznawcza badań George'a i Hwanga wynika z wykazania, że ceny historyczne oddziałują na bieżący popyt i podaż nawet wtedy, gdy ich wpływ na przyszłe przepływy pieniężne jest ograniczony. W tym miejscu efekt dyspozycji łączy się z drugim zasadniczym mechanizmem psychologicznym: nadmierną pewnością siebie inwestora (overconfidence). Oba zjawiska mają odmienną strukturę, lecz mogą wzajemnie potęgować swoje skutki. Efekt dyspozycji dotyczy bowiem przede wszystkim asymetrycznej reakcji na zyski i straty względem określonych punktów odniesienia.

Nadmierna pewność siebie jako błąd kalibracji kompetencji

Nadmierna pewność siebie dotyczy sposobu, w jaki oceniamy własne kompetencje, jakość posiadanych informacji oraz precyzję naszych przewidywań. Don Moore i Paul Healy w pracy The Trouble with Overconfidence z 2008 roku wyróżnili trzy formy tego zjawiska: zawyżanie oceny poziomu wykonania zadania, przecenianie swojej pozycji na tle innych oraz nadmierną precyzję subiektywnych przekonań.

To rozróżnienie jest szczególnie istotne w kontekście teorii inwestowania. Inwestor może słusznie zakładać, że posiada szeroką wiedzę o danym sektorze, a mimo to przeceniać przewagę tej wiedzy nad kompetencjami innych uczestników rynku. Może również nie uważać się za wybitnego analityka, lecz formułować przedziały prognoz cenowych zbyt wąsko w stosunku do rzeczywistej niepewności. Z tego względu nadmierna pewność siebie nie sprowadza się wyłącznie do wysokiej samooceny; może ona przyjmować postać błędnej kalibracji prawdopodobieństw, niedoszacowania ryzyka zdarzeń nieprzewidzianych oraz przeceniania informacyjnej wartości własnych obserwacji.

Kluczowa jest tutaj relacja między sukcesem inwestycyjnym a procesem uczenia się. W racjonalnym modelu aktualizacji przekonań, opartym na regule Bayesa, inwestor powinien modyfikować ocenę

swoich kompetencji w oparciu o informacyjną wartość nowych wyników, uwzględniając zarówno realne umiejętności, jak i rolę przypadku. Na rynku kapitałowym rozdzielenie tych czynników jest jednak trudne, gdyż udana inwestycja może być efektem trafnej analizy, korzystnej koniunktury, nieoczekiwanej informacji lub zwykłego losowego odchylenia.

Simon Gervais i Terrance Odean w modelu Learning to Be Overconfident z 2001 roku wykazali, że uczestnicy rynku mogą rozwijać nadmierną pewność siebie właśnie w procesie zdobywania doświadczenia — dzieje się tak, gdy sukcesy przypisują przede wszystkim własnym umiejętnościom, a straty tłumaczą czynnikami zewnętrznymi. W takim układzie doświadczenie nie musi prowadzić do lepszej kalibracji przekonań. Wręcz przeciwnie: początkowa seria sukcesów może zwiększać skłonność do podejmowania większego ryzyka, częstotliwość transakcji i skłaniać do inwestowania poza obszarami rzeczywistych kompetencji. Model ten wyjaśnia, dlaczego długotrwała hossa sprzyja wzrostowi przekonania o zdolności przewidywania rynku, mimo że dodatnie wyniki portfela są w dużej mierze konsekwencją ogólnego wzrostu cen aktywów. Empiryczne skutki nadmiernej wiary w umiejętność wyboru odpowiedniego momentu transakcji opisali Brad Barber i Terrance Odean w badaniu Trading Is Hazardous to Your Wealth z 2000 roku, analizując rachunki 66 465 amerykańskich gospodarstw domowych prowadzone w latach 1991–1996 w dużym biurze maklerskim.

Nadmierna pewność siebie obniża realne zyski

Badacze ustalili, że inwestorzy najczęściej dokonujący transakcji osiągali znacznie niższe wyniki netto niż rynek. W grupie najbardziej aktywnej roczna stopa zwrotu wynosiła około 11,4%, podczas gdy wskaźnik rynkowy osiągnął poziom ok. 17,9%.

Wskazano, że wysokiej rotacji portfeli towarzyszyły istotne koszty transakcyjne oraz brak dostatecznej przewagi informacyjnej, która mogłaby je zrekompensować. Wynik ten potwierdza hipotezę, że nadmierna pewność siebie sprzyja zbyt częstemu handlowaniu, choć sama analiza rachunków maklerskich nie pozwala bezpośrednio zmierzyć przekonań psychologicznych poszczególnych inwestorów. Oczywiście nie każda wysoka rotacja portfela jest z definicji błędem – transakcje mogą służyć zabezpieczaniu ryzyka, rebalansowaniu lub realizacji uzasadnionych strategii. Problem pojawia się wtedy, gdy inwestor nie docenia kosztu rywalizacji z innymi uczestnikami rynku i mylnie zakłada, że dysponuje informacjami na tyle wyjątkowymi, by systematycznie przewidywać kierunek zmian cen. Znaczenie tej asymetrii staje się wyraźniejsze przy rozróżnieniu wyników przed kosztami transakcyjnymi od tych uzyskiwanych po ich poniesieniu. Inwestor może wybierać papiery wartościowe, które przed uwzględnieniem prowizji,

spreadów i podatków przynoszą rezultaty zbliżone do benchmarku, a mimo to osiągać istotnie gorszą stopę zwrotu netto.

Każda kolejna transakcja wymaga bowiem uzasadnienia nie tylko w zakresie kierunku zmiany ceny, lecz także jej oczekiwanej skali w stosunku do wszystkich kosztów wejścia i wyjścia. Z ekonomicznego punktu widzenia nabywca akcji powinien mieć świadomość, że kontrahent może dysponować odmienną oceną tej samej informacji lub przewagą, której nie sposób zaobserwować. W warunkach konkurencyjnego rynku giełdowego dodatnia nadwyżkowa stopa zwrotu jednej grupy aktywnych uczestników musi wiązać się ze słabszymi wynikami innych, przy czym koszty pośrednictwa obniżają łączny rezultat całej grupy inwestorów aktywnych. Nie oznacza to, że gospodarka jako całość jest grą o sumie zerowej: przedsiębiorstwa tworzą wartość, wypłacają dochody i zwiększają produktywność. Charakter zbliżony do gry o sumie zerowej dotyczy przede wszystkim wzajemnej konkurencji o wyniki przekraczające odpowiednio zdefiniowany portfel rynkowy, a po uwzględnieniu kosztów transakcyjnych staje się ona dla zbiorowości uczestników aktywnych grą o sumie ujemnej. W takim otoczeniu nadmierna pewność siebie prowadzi do systematycznego przeceniania korzyści z działania przy jednoczesnym niedoszacowaniu ceny samej aktywności.

Nadmierna pewność siebie a aktywność transakcyjna

Kolejnym wymiarem badań Barbera i Odeana była analiza różnic w częstotliwości handlu między kobietami a mężczyznami. W pracy **Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment** z 2001 roku autorzy wykazali, że w badanej próbie mężczyźni dokonywali o około 45% więcej transakcji niż kobiety. Ta nadmierna aktywność obniżała roczne wyniki netto mężczyzn o około 2,65 punktu procentowego, podczas gdy u kobiet odpowiadający spadek wynosił około 1,72 punktu procentowego.

Autorzy interpretowali te różnice w świetle literatury psychologicznej dotyczącej nadmiernej pewności siebie w dziedzinach tradycyjnie utożsamianych z męskimi kompetencjami. Nie należy jednak przekształcać ich w ponadczasową tezę o naturalnej przewadze jednej płci w racjonalnym inwestowaniu. Badanie dotyczyło konkretnej populacji i historycznego otoczenia rynkowego, a jego wyniki mogły być współkształtowane przez role społeczne, doświadczenie finansowe, wzorce uczestnictwa w obrocie czy zróżnicowanie celów inwestycyjnych. Kluczowy pozostaje tu związek pomiędzy nasileniem aktywności transakcyjnej, subiektywną oceną kompetencji a kosztami ponoszonymi przez uczestników rynku.

Rozwój elektronicznych platform inwestycyjnych nadał temu problemowi nowy wymiar. Łatwość składania zleceń, szybki dostęp do notowań i niemal natychmiastowe potwierdzenie transakcji radykalnie obniżyły wysiłek potrzebny do aktywnego uczestnictwa w rynku. Barber i Odean przeanalizowali zachowanie 1607 inwestorów z lat dziewięćdziesiątych, którzy przeszli z telefonicznego składania zleceń na obrót internetowy. Autorzy stwierdzili, że po zmianie sposobu obsługi rachunku uczestnicy rynku częściej podejmowali transakcje, zwiększali aktywność spekulacyjną i osiągali słabsze wyniki niż wcześniej.

Interpretowali to między innymi jako konsekwencję nadmiernej pewności siebie, iluzji wiedzy oraz iluzji kontroli. Współczesne interfejsy inwestycyjne mogą dodatkowo wzmacniać te mechanizmy poprzez intensywne prezentowanie bieżących zmian cen, powiadomienia oraz sprowadzenie procesu decyzyjnego do kilku prostych czynności.

Nie oznacza to jednak, że sama cyfryzacja obrotu jest ekonomicznie szkodliwa. Może ona przecież zmniejszać koszty dostępu, zwiększać przejrzystość informacji i ułatwiać dywersyfikację portfela. Decydujące znaczenie ma sposób, w jaki zniesienie barier technicznych oddziałuje na jakość procesu decyzyjnego oraz częstotliwość działań podejmowanych bez dostatecznej przewagi informacyjnej.

Nadmierna pewność siebie może kształtować decyzje również poza rynkiem akcji, szczególnie w zarządzaniu przedsiębiorstwami i finansowaniu przedsięwzięć gospodarczych. Osoba, która odniosła sukces w jednej dziedzinie, często uznaje go za dowód posiadania uniwersalnych kompetencji przedsiębiorczych, mimo że osiągnięcia w innych sektorach wymagają zupełnie innych zasobów wiedzy, relacji instytucjonalnych i umiejętności oceny ryzyka.

Nadmierna pewność siebie menedżerów zniekształca alokację kapitału

Zjawisko to wiąże się ściśle z błędem samoprzypisywania sukcesów oraz tendencją do niedoceniania czynników sytuacyjnych. W praktyce gospodarczej prowadzi to często do nadmiernej skłonności do finansowania projektów opartych na zbyt optymistycznych prognozach własnej skuteczności, eskalacji zaangażowania mimo pojawiających się niepowodzeń oraz do pomijania opinii niezależnych ekspertów. Historycznym przykładem przedsięwzięcia, w którym ryzyko projekcyjne i finansowe ujawniło się z wyjątkową siłą, był upadek amerykańskiego studia gier komputerowych 38 Studios, związanego z byłym zawodnikiem baseballu Curtem Schillingiem.

Przedsiębiorstwo korzystało z finansowania zabezpieczonego przez stan Rhode Island w formie emisji obligacji o wartości 75 milionów dolarów, by w 2012 roku ogłosić upadłość.

Sam przebieg tych wydarzeń nie dowodzi jednoznacznie, że główną przyczyną klęski była psychologiczna nadmierna pewność siebie właściciela. Ilustruje jednak konieczność niezależnej weryfikacji założeń biznesowych i dyscypliny finansowej, a także pokazuje skalę konsekwencji, jakie błędne przekonania o sukcesie przedsięwzięcia mogą wywołać dla partnerów i instytucji publicznych. Przechodząc na poziom zarządzania dużymi korporacjami, zależność między przekonaniami kierownictwa a alokacją kapitału zbadali m.in. Ulrike Malmendier i Geoffrey Tate. W artykule CEO Overconfidence and Corporate Investment z 2005 roku autorzy analizowali wpływ nadmiernego optymizmu menedżerów na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw. Rozważali scenariusz, w którym dyrektor generalny systematycznie przecenia przyszłe przepływy pieniężne projektów realizowanych przez własną firmę, uznając jednocześnie, że rynek zewnętrzny niedoszacowuje jej wartości. Takie przekonania skłaniają do intensywnych inwestycji zwłaszcza wtedy, gdy firma dysponuje znacznymi środkami wewnętrznymi – finansowanie nowych projektów nie wymaga wówczas konfrontacji z rynkiem kapitałowym i jego wyceną. Problem ma zatem charakter zarówno psychologiczny, jak i instytucjonalny.

Błędna ocena przyszłych wyników wpływa na alokację zasobów poprzez mechanizmy organizacyjne, w których menedżer posiada szeroką swobodę decyzyjną. Z perspektywy teorii agencji Michaela Jensena i Williama Mecklinga oznacza to konieczność odróżnienia konfliktu interesów między właścicielami a zarządzającymi od sytuacji, w której menedżer szczerze wierzy w sukces przedsięwzięcia, lecz systematycznie przecenia jego prawdopodobieństwo. Oba mechanizmy mogą prowadzić do nadmiernych inwestycji, choć wymagają odmiennych rozwiązań nadzorczych. Zagadnienie nadmiernej pewności siebie łączy się z kolejnym problemem poznawczym – sposobem traktowania dywidend przez właścicieli akcji.

Dywidendy nie są darmowym zyskiem

W tradycyjnej teorii finansów przedmiotem wyceny jest łączna wartość praw do przyszłych przepływów pieniężnych, a nie sam sposób wyodrębnienia konkretnego rodzaju wypłaty. Franco Modigliani i Merton Miller w klasycznej pracy Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares z 1961 roku wykazali, że przy rygorystycznych założeniach dotyczących doskonałości rynków kapitałowych polityka dywidendowa sama w sobie nie tworzy dodatkowej wartości przedsiębiorstwa. Jeżeli firma przekazuje akcjonariuszom gotówkę, jednocześnie zmniejsza zasoby

pozostające w spółce. Z ekonomicznego punktu widzenia dywidenda nie jest więc nowym aktywem pojawiającym się niezależnie od majątku firmy, lecz transferem części tej wartości do jej właścicieli.

Nie oznacza to, że polityka dywidendowa nie ma znaczenia w rzeczywistych przedsiębiorstwach. Istnieją podatki, koszty pozyskiwania kapitału, asymetrie informacji, konflikty interesów czy różnice w możliwościach reinwestowania środków. W takich warunkach wypłata dywidendy może wpływać na zachowania inwestorów, ocenę wiarygodności zarządu i strukturę finansowania.

Nie należy jednak utożsamiać jej z korzyścią powstającą bez uszczuplenia majątku spółki. Samuel Hartzmark i David Solomon w artykule The Dividend Disconnect z 2019 roku przedstawili dowody na to, że część uczestników rynku traktuje dywidendy i wzrost cen akcji jako odrębne, nie w pełni powiązane źródła korzyści. Autorzy opisali błąd określany jako free dividends fallacy, polegający na niedostatecznym uwzględnianiu faktu, że wypłata gotówki z przedsiębiorstwa obniża jego wartość pozostałą po transakcji. W idealizowanym rachunku, przy pozostałych warunkach niezmienionych, cena akcji po odłączeniu prawa do dywidendy powinna spaść o ekonomiczną wartość przekazywanych środków. W rzeczywistości skala tej zmiany może odbiegać od kwoty dywidendy ze względu na podatki, mikropłynność czy inne informacje rynkowe; nie oznacza to, że kurs zawsze musi spaść dokładnie o wartość wypłaty w izolacji od pozostałych zdarzeń. Kluczowa jest jednak zasada bilansowej tożsamości: akcjonariusz otrzymuje gotówkę, ale jednocześnie zachowuje udział w przedsiębiorstwie dysponującym odpowiednio mniejszymi środkami.

Hartzmark i Solomon wykazali ponadto, że nawet profesjonalne prognozy analityczne nie zawsze uwzględniały wpływ dywidend na przyszłe ceny akcji, co prowadziło do nadmiernie optymistycznych wycen części spółek dywidendowych. Behawioralne znaczenie tych wypłat wynika w dużej mierze z ich odrębnego ujmowania w rachunkowości mentalnej. Inwestor może traktować strumień gotówki jako dochód przeznaczony na konsumpcję, podczas gdy wzrost wartości samych akcji pozostaje dla niego nienaruszalnym kapitałem. Takie rozdzielenie może służyć samokontroli i ułatwiać planowanie wydatków, więc nie jest automatycznie nieracjonalne.

Problem pojawia się wtedy, gdy preferencja co do formy wypłaty przesłania ocenę całkowitej wartości inwestycji lub prowadzi do akceptowania zawyżonej ceny aktywa wyłącznie ze względu na wysokość dywidendy. W warunkach niskich stóp procentowych i słabych wyników rynku akcji część inwestorów może intensywniej poszukiwać bieżących wypłat, zwiększając popyt na spółki dywidendowe. Hartzmark i Solomon wskazali na taką zależność, zauważając jednocześnie niższe późniejsze stopy zwrotu z instrumentów, których wyceny zostały sztucznie podniesione przez ten popyt.

Psychologia jednostki jako element kształtowania cen rynkowych

Uczestnicy rynku mogą przypisywać odmienną wartość ekonomicznie porównywalnym sposobom otrzymywania korzyści, ponieważ organizują swoje decyzje wokół kategorii dochodu i kapitału, a nie wyłącznie wokół łącznej wartości majątku. Wniosek ten staje się szczególnie interesujący w zestawieniu z teorią problemów agencyjnych i finansowania przedsiębiorstw. Michael Jensen wskazywał, że nadmierne zasoby wolnych przepływów pieniężnych pozostawione do dyspozycji zarządu mogą sprzyjać realizacji projektów o niskiej rentowności – zwłaszcza gdy menedżerowie kierują się własnymi interesami, ambicjami organizacyjnymi lub nadmierną pewnością co do zdolności tworzenia wartości. Wypłaty na rzecz akcjonariuszy mogą w pewnych warunkach ograniczyć ten problem, redukując kapitał dostępny do swobodnego wykorzystania przez kadrę zarządzającą. Wówczas wartość polityki dywidendowej nie wynika z samego transferu gotówki, lecz z jej wpływu na strukturę bodźców i ograniczeń organizacyjnych. Podobnie regularna wypłata może być interpretowana jako sygnał przekonania zarządu o zdolności firmy do generowania przyszłych środków, choć wiarygodność takiego sygnału zależy od kosztu jego utrzymania i rzeczywistych perspektyw finansowych przedsiębiorstwa. Zatem teoretyczna neutralność dywidend w modelu doskonałego rynku oraz ich praktyczna rola w zarządzaniu nie są ze sobą sprzeczne – odnoszą się po prostu do odmiennych zestawów założeń.

Rozpoznanie błędu "darmowej dywidendy" nie wymaga zatem odrzucenia całej polityki wypłat jako ekonomicznie bezzasadnej; wymaga jedynie prawidłowego wskazania mechanizmu, przez który określony sposób dystrybucji kapitału wpływa na wartość. Z punktu widzenia metodologii oceny portfela wszystkie te zależności prowadzą do konieczności operowania całkowitą stopą zwrotu (total return), obejmującą zmianę ceny instrumentu oraz uzyskane wypłaty pieniężne. Porównanie samej ceny akcji na początku i końcu okresu może prowadzić do istotnego zaniżenia oceny wyniku inwestycji dywidendowej, jeśli pomija się przekazaną gotówkę. Z drugiej strony sama stopa dywidendy nie pozwala ocenić atrakcyjności instrumentu bez uwzględnienia zmian wartości przedsiębiorstwa, ryzyka obniżenia przyszłych wypłat i kosztów finansowania rozwoju. Reinwestowanie dywidend może zwiększać udział efektu procentu składanego w długookresowym pomnażaniu majątku, lecz nie jest niezależnym źródłem dodatkowego dochodu pojawiającego się poza całkowitą stopą zwrotu.

Jest to decyzja dotycząca dalszego wykorzystania otrzymanej gotówki. Jej ekonomiczna racjonalność zależy od porównania oczekiwanych wyników reinwestycji z dostępnymi alternatywami, kosztami i sytuacją majątkową inwestora. Rozróżnienie to jest kluczowe zwłaszcza

wtedy, gdy uproszczone narracje finansowe przedstawiają automatyczną reinwestycję dywidend jako uniwersalny sposób poprawy wyników, pomijając konieczność analizy wyceny aktywów i ryzyka.

Analizowane mechanizmy ujawniają głęboką zależność między strukturą preferencji jednostki a zbiorowym procesem kształtowania cen. Efekt dyspozycji wpływa na prawdopodobieństwo sprzedaży walorów, rachunkowość mentalna oddziałuje na sposób zamykania i odnawiania pozycji, nadmierna pewność siebie zwiększa skłonność do transakcji, a iluzja darmowych dywidend może zmieniać strukturę popytu na spółki prowadzące określoną politykę wypłat. Każdy z tych procesów zachodzi na poziomie indywidualnych decyzji, lecz przy odpowiedniej skali może wywoływać skutki rynkowe. Nie oznacza to jednak, że wszystkie ceny są bezpośrednio wyznaczone przez błędy psychologiczne. Ich wpływ zależy od wolumenu zaangażowanego kapitału, reakcji inwestorów o odmiennych przekonaniach, dostępności arbitrażu oraz struktury podaży aktywów. Psychologia jednostki nie zastępuje zatem ekonomii rynku, lecz staje się jednym z elementów wyjaśniających zachowanie zagregowanych cen. Racjonalność rynku należy analizować jako wynik interakcji różnych grup uczestników, których decyzje podlegają odmiennym ograniczeniom i odzwierciedlają niejednorodne cele.

Na poziomie filozofii działania szczególnie istotne jest rozróżnienie pomiędzy odpowiedzialnością za własną decyzję a potrzebą jej nieustannego psychologicznego usprawiedliwiania. Inwestor może odczuwać, że sprzedaż aktywa ze stratą oznacza zakwestionowanie wcześniejszego sądu, mimo że racjonalność polega właśnie na zdolności aktualizowania przekonań w obliczu nowych informacji. Błąd poznawczy nie musi wynikać z braku wiedzy o przedsiębiorstwie; może ujawniać się dopiero w chwili, gdy nowa wiedza wymaga porzucenia dotychczasowego stanowiska. Z perspektywy epistemologii jest to problem warunków, w których podmiot uznaje własne przekonanie za odwoływalne; z perspektywy psychologii społecznej – problem związku między przekonaniem a tożsamością; z perspektywy teorii decyzji zaś – problem właściwego uwzględniania nowej informacji oraz kosztów alternatywnych.

Konieczność oddzielenia emocjonalnej historii inwestycji od obiektywnej analizy wartości

Szczególnie wysoką cenę płacą inwestorzy, którzy utożsamiają trafność pojedynczej prognozy z własną wartością. W takim przypadku decyzja o sprzedaży przestaje służyć optymalizacji portfela, a staje się działaniem podporządkowanym obronie wcześniejszego obrazu własnej kompetencji. Wnioski te wymagają jednak krytycznego spojrzenia na same postulaty korygowania zachowań.

Samo uświadomienie sobie istnienia efektu dyspozycji nie eliminuje go automatycznie, podobnie jak znajomość pojęcia nadmiernej pewności siebie nie gwarantuje właściwej kalibracji prognoz.

Co więcej, prosty nakaz sprzedawania każdej stratnej pozycji lub przetrzymywania każdej zyskownej może doprowadzić do powstania mechanicznej reguły, która ignoruje rzeczywiste warunki ekonomiczne. Skuteczne rozwiązania wymagają oddzielenia procesu analitycznego od potrzeby potwierdzenia własnej skuteczności, dokumentowania przesłanek decyzji, porównywania wyników z odpowiednimi punktami odniesienia oraz regularnej oceny trafności prognoz.

Narzędzia te nie mogą jednak zastąpić rzetelnej analizy ekonomicznej. Dyscyplina decyzyjna nie polega bowiem na całkowitym wyeliminowaniu emocji, lecz na stworzeniu warunków, w których ich wpływ nie przesłania informacji o wartości, ryzyku i kosztach kapitału. Związek pomiędzy efektem dyspozycji, nadmierną pewnością siebie i iluzją darmowych dywidend prowadzi ostatecznie do ogólniejszej tezy dotyczącej natury wyceny aktywów finansowych. Inwestorzy nie operują wyłącznie w sferze abstrakcyjnych praw do przyszłych przepływów pieniężnych; posługują się także kategoriami poznawczymi, które organizują sposób postrzegania majątku. Cena zakupu staje się miarą osobistego sukcesu, niezrealizowana strata jest traktowana jako zdarzenie odwracalne, dywidenda przyjmuje postać odrębnego dochodu, a seria udanych transakcji bywa uznawana za dowód trwałej przewagi analitycznej. Kategorie te mogą być użyteczne jako uproszczenia, lecz stają się źródłem błędów, gdy zastępują analizę ekonomicznego znaczenia praw majątkowych. Najtrudniejszym zadaniem inwestora jest zatem rozróżnienie między tym, co instrument rzeczywiście zapewnia, a znaczeniem, jakie właściciel przypisuje mu na podstawie własnej historii i przekonań.

To rozróżnienie wyznacza przejście do kolejnego poziomu analizy. Dotychczasowe rozważania autora koncentrowały się na reakcjach inwestorów na ceny, zyski, straty i wypłaty pieniężne – czyli wielkościach łatwo obserwowalnych. Współczesna gospodarka opiera się jednak w coraz większym stopniu na zasobach, których wartość nie znajduje bezpośredniego odzwierciedlenia w tradycyjnych sprawozdaniach finansowych. Kapitał intelektualny, kompetencje organizacyjne, reputacja, dane czy zdolność tworzenia innowacji wymagają odmiennych metod pomiaru wartości. Kolejna część książki rozwija zatem problem aktywów niematerialnych oraz relacji pomiędzy wartością księgową, gospodarczą i rynkową przedsiębiorstw, uwzględniając ryzyko, że trudność pomiaru stworzy przestrzeń dla nowych form nadmiernego optymizmu i manipulowania narracją o przyszłym wzroście.

> Największym wyzwaniem inwestora nie jest zatem opanowanie skomplikowanych modeli matematycznych, lecz umiejętność oddzielenia obiektywnej wartości aktywa od

> osobistej historii z nim związanej. Czy jesteśmy w stanie zaakceptować stratę jako neutralny fakt ekonomiczny, czy zawsze będziemy postrzegać ją jako bolesne zaprzeczenie naszej kompetencji? Ostatecznie to nie rynek jest najbardziej nieprzewidywalny, lecz lustro, w którym przeglądamy się przy każdej zamkniętej transakcji.

Inspiracje

[1] 

"The Madness of Markets Why Smart Investors Make Crazy Decisions" alex edmans

Random House | ISBN: 97814059877783

Alex Edmans jest brytyjskim ekonomistą finansowym i profesorem finansów w London Business School, gdzie wcześniej pełnił funkcję profesora biznesu Mercers' School Memorial Professor of Business w Gresham College. Uzyskał tytuł licencjata w Merton College w Oksfordzie i obronił doktorat z finansów w MIT Sloan School of Management jako stypendysta Fulbrighta. Zanim rozpoczął pracę naukową, pracował w bankowości inwestycyjnej w Morgan Stanley, a następnie był profesorem finansów w Wharton School of the University of Pennsylvania. Edmans jest znany ze swoich pionierskich badań empirycznych dotyczących finansów korporacyjnych, wynagrodzeń kadry kierowniczej, finansów behawioralnych i zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw, wykazując, że satysfakcja pracowników przyczynia się do lepszych długoterminowych wyników firmy. Jest członkiem Brytyjskiej Akademii i Akademii Nauk Społecznych, pełnił również funkcję redaktora naczelnego Review of Finance.

***Alex Edmans** is a British financial economist and Professor of Finance at London Business School, where he previously served as Mercers' School Memorial Professor of Business at Gresham College. He earned his bachelor's degree from Merton College, Oxford, and completed a PhD in finance at the MIT Sloan School of Management as a Fulbright Scholar. Prior to joining academia, he worked in investment banking at Morgan Stanley, and later served as a tenured finance professor at the Wharton School of the University of Pennsylvania. Edmans is renowned for his pioneering empirical research on corporate finance, executive compensation, behavioural finance, and corporate sustainability, demonstrating that employee satisfaction contributes to superior long-term firm performance. A Fellow of the British Academy and the Academy of Social Sciences, he has also served as Managing Editor of the Review of Finance.*

London Business School

Literatura uzupełniająca

Książki

Książki autora i dzieła przywołane w tekście:



[1] "Grow the Pie"

Alex Edmans

2021 | Cambridge University Press | ISBN: 9781009054676



[2] "May Contain Lies"

Alex Edmans

2024 | Univ of California Press | ISBN: 9780520403956



[3] "Principles of Corporate Finance"

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Alex Edmans

2025 | ISBN: 9781266586156



[4] "Loose-Leaf for Principles of Corporate Finance: 2025 Release"

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Alex Edmans

2025 | McGraw-Hill Companies | ISBN: 9781266215643



[5] "A Calibrative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium"

Alex Edmans

2007

[6] "Feedback Effects, Asymmetric Trading, and the Limits to Arbitrage"

Alex Edmans

2018

Książki autorów przywoływanych i literatura pokrewna:



[7] "Reference Theory of Choice and Exchange"

Amos Tversky, Daniel Kahneman

1990

[8] "How the Disposition Effect and Momentum Impact Investment Professionals"

Hersh Shefrin

2015

[9] "Noise Trading and Efficiency in Behavioral Finance"

Hersh Shefrin, Meir Statman, Santa Clara University. Leavey School of Business

1989

[10] **"A Summary of Ethics, Fairness, Efficiency, and Financial Markets"**

Hersh Shefrin, Meir Statman, James R. Vertin, Institute of Chartered Financial Analysts. Research Foundation

[11] **"Ethics, Fairness, Efficiency, and Financial Markets"**

Hersh Shefrin, Meir Statman

1992 | Research Foundation of Icfa | ISBN: 9780943205175

[12] **"The framing of decisions and the psychology of choice"**

Daniel Kahneman

[13] **"Thirty Years of Prospect Theory in Economics"**

Nicholas C. Barberis, National Bureau of Economic Research

2012

[14] **"The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy"**

Simon Gervais, J. B. Heaton, Odean Terrance, Rodney L. White Center for Financial Research

2002

[15] **"The cost of capital : corporation finance and the theory of investment"**

Franco Modigliani

1958

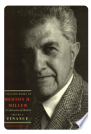
[16] **"Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954-57: Comment"**

Merton H. Miller, Franco Modigliani

[17] **"Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares"**

Merton H. Miller, Franco Modigliani

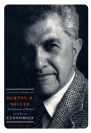
1961



[18] **"Selected Works of Merton H. Miller: A Celebration of Markets: Volume 1"**

Merton H. Miller

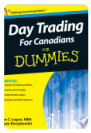
2002 | University of Chicago Press | ISBN: 9780226527475



[19] **"Selected Works of Merton H. Miller: A Celebration of Markets: Volume 2"**

Merton H. Miller

2002 | University of Chicago Press | ISBN: 9780226527482



[20] **"Day Trading For Canadians For Dummies"**

Ann C. Logue, Bryan Borzykowski

2011 | John Wiley & Sons | ISBN: 9780470951996



[21] **"Know Your Risk: The Personal Investment Profile That Prevents Costly Mistakes"**

Adrian Carmichael

2025 | epubli | ISBN: 9783565136810

Artykuły naukowe

Prace autorów przywoływanych w tekście:

[1] **"The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence"**

Hersh Shefrin, Meir Statman

1985 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1985.tb05002.x

Źródło

[2] **"An Economic Theory of Self-Control"**

Richard H. Thaler, Hersh Shefrin

1981 | Journal of Political Economy | DOI: 10.1086/260971

Źródło

[3] **"Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing"**

Hersh Shefrin

2002 | DOI: 10.1093/0195161211.001.0001

Źródło

[4] **"Explaining investor preference for cash dividends"**

Hersh Shefrin, Meir Statman

1984 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(84)90025-4

Źródło

[5] **"Investor Overconfidence and Trading Volume"**

Meir Statman, Steven R. Thorley, Keith Vorkink

2006 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhj032

Źródło

[6] **"Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds"**

Sally Hamilton, Hoje Jo, Meir Statman

1993 | Financial Analysts Journal | DOI: 10.2469/faj.v49.n6.62

Źródło

[7] **"Neural Differentiation of Expected Reward and Risk in Human Subcortical Structures"**

Kerstin Preuschoff, Peter L. Bossaerts, Steven R. Quartz

2006 | Neuron | DOI: 10.1016/j.neuron.2006.06.024

Źródło

[8] **"A model of investor sentiment1We are grateful to the NSF for financial support, and to Oliver Blanchard, Alon Brav, John Campbell (a referee), John Cochrane, Edward Glaeser, J.B. Heaton, Danny Kahneman, David Laibson, Owen Lamont, Drazen Prelec, Jay Ritter (a referee), Ken Singleton, Dick Thaler, an anonymous referee, and the editor, Bill Schwert, for comments.1"**

Nicholas Barberis, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny

1998 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(98)00027-0

Źródło

[9] **"Prospect Theory and Asset Prices"**

Nicholas Barberis, M. Huang, T. Santos

2001 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1162/003355301556310

Źródło

[10] **"Thirty Years of Prospect Theory in Economics: A Review and Assessment"**

Nicholas Barberis

2013 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.27.1.173

Źródło

[11] **"Stocks as Lotteries: The Implications of Probability Weighting for Security Prices"**

Nicholas Barberis, Ming Huang

2008 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.98.5.2066

Źródło

[12] **"All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors"**

Brad M. Barber, Terrance Odean

2007 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhm079

Źródło

[13] **"Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors"**

Brad M. Barber, Terrance Odean

2000 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/0022-1082.00226

Źródło

[14] **"Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?"**

Terrance Odean

1998 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/0022-1082.00072

Źródło

[15] **"Do Investors Trade Too Much?"**

Terrance Odean

1999 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.89.5.1279

Źródło

[16] **"The Psychology and Neuroscience of Financial Decision Making"**

Cary Frydman, Colin F. Camerer

2016 | Trends in Cognitive Sciences | DOI: 10.1016/j.tics.2016.07.003

Źródło

[17] **"Using Neural Data to Test a Theory of Investor Behavior: An Application to Realization Utility"**

Cary Frydman, Nicholas Barberis, Colin F. Camerer, Peter L. Bossaerts, Antonio Rangel

2014 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12126

Źródło

[18] **"The Impact of Salience on Investor Behavior: Evidence from a Natural Experiment"**

Cary Frydman, Baolian Wang

2019 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12851

Źródło

[19] **"Neural Evidence of Regret and Its Implications for Investor Behavior"**

Cary Frydman, Colin F. Camerer

2016 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhw010

Źródło

[20] **"Neuroeconomics: How Neuroscience Can Inform Economics"**

Colin F. Camerer, George F. Loewenstein, Dražen Prelec

2005 | Journal of Economic Literature | DOI: 10.1257/0022051053737843

Źródło

[21] **"Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach"**

Colin F. Camerer, Dan P. Lovallo

1999 | American Economic Review | DOI: 10.1257/aer.89.1.306

Źródło

[22] **"A framework for studying the neurobiology of value-based decision making"**

Antonio Rangel, Colin F. Camerer, P. Read Montague

2008 | Nature reviews. Neuroscience | DOI: 10.1038/nrn2357

Źródło

[23] **"“Economic man” in cross-cultural perspective: Behavioral experiments in 15 small-scale societies"**

Joseph Henrich, Robert T. Boyd, Samuel Bowles, Colin F. Camerer, Ernst Fehr

2005 | Behavioral and Brain Sciences | DOI: 10.1017/s0140525x05000142

Źródło

[24] **"Human Insula Activation Reflects Risk Prediction Errors As Well As Risk"**

Kerstin Preuschoff, Steven R. Quartz, Peter L. Bossaerts

2008 | Journal of Neuroscience | DOI: 10.1523/jneurosci.4286-07.2008

Źródło

[25] **"The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment"**

Merton H. Miller

1958 | American Economic Review

Źródło

[26] "The Role of the Ventromedial Prefrontal Cortex in Abstract State-Based Inference during Decision Making in Humans"

Alan N. Hampton, Peter L. Bossaerts, John Philip O'Doherty

2006 | Journal of Neuroscience | DOI: 10.1523/jneurosci.1010-06.2006

Źródło

[27] "Neural Correlates of Value, Risk, and Risk Aversion Contributing to Decision Making under Risk"

George I. Christopoulos, Philippe N. Tobler, Peter L. Bossaerts, Raymond J. Dolan, Wolfram Schultz

2009 | Journal of Neuroscience | DOI: 10.1523/jneurosci.2614-09.2009

Źródło

[28] "Self-Control in Decision-Making Involves Modulation of the vmPFC Valuation System"

Todd Anthony Hare, Colin F. Camerer, Antonio Rangel

2009 | Science | DOI: 10.1126/science.1168450

Źródło

[29] "Visual fixations and the computation and comparison of value in simple choice"

Ian M. Krajbich, K. Carrie Armel, Antonio Rangel

2010 | Nature Neuroscience | DOI: 10.1038/nn.2635

Źródło

[30] "Orbitofrontal Cortex Encodes Willingness to Pay in Everyday Economic Transactions"

Hilke Plaßmann, John Philip O'Doherty, Antonio Rangel

2007 | Journal of Neuroscience | DOI: 10.1523/jneurosci.2131-07.2007

Źródło

[31] "Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows"

Samuel M. Hartzmark, Abigail B. Sussman

2017 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12841

Źródło

[32] **"The Worst, the Best, Ignoring All the Rest: The Rank Effect and Trading Behavior"**

Samuel M. Hartzmark

2014 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhu079

Źródło

[33] **"The Dividend Disconnect"**

Samuel M. Hartzmark, David H. Solomon

2016 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/jofi.12785

Źródło

[34] **"The dividend month premium"**

Samuel M. Hartzmark, David H. Solomon

2013 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.02.015

Źródło

[35] **"Psychosocial disability and work role function compared across the long-term course of bipolar I, bipolar II and unipolar major depressive disorders"**

Lewis L. Judd, Pamela J. Schettler, David A. Solomon, Jack D. Maser, William H Coryell

2007 | Journal of Affective Disorders | DOI: 10.1016/j.jad.2007.06.014

Źródło

[36] **"Economic Links and Predictable Returns"**

Lauren H. Cohen, Andrea Frazzini

2008 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2008.01379.x

Źródło

[37] **"The Disposition Effect and Underreaction to News"**

Andrea Frazzini

2006 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2006.00896.x

Źródło

[38] **"Trading Costs of Asset Pricing Anomalies"**

Andrea Frazzini, Ronen Israel, Tobias J. Moskowitz

2012 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.2294498

Źródło

[39] "The Earnings Announcement Premium and Trading Volume"

Owen A Lamont, Andrea Frazzini

2007 | National Bureau of Economic Research | DOI: 10.3386/w13090

Źródło

[40] "Nondisclosure and Adverse Disclosure as Signals of Firm Value"

Siew Hong Teoh, Chuan-Yang Hwang

1991 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/4.2.283

Źródło

[41] "Investor Tastes, Corporate Behavior, and Stock Returns: An Analysis of Corporate Social Responsibility"

Chuan-Yang Hwang, Sheridan D. Titman, Ying Wang

2021 | Management Science | DOI: 10.1287/mnsc.2021.4179

Źródło

[42] "Long-Term Return Reversals: Overreaction or Taxes?"

THOMAS J. GEORGE, Chuan-Yang Hwang

2007 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01295.x

Źródło

[43] "The tax-loss selling hypothesis, market liquidity, and price pressure around the turn-of-the-year"

Ranjan D'Mello, Stephen P. Ferris, Chuan-Yang Hwang

2002 | Journal of Financial Markets | DOI: 10.1016/s1386-4181(02)00023-x

Źródło

[44] "The Trouble With Overconfidence"

Paul J. Healy, Don A. Moore

2007 | DOI: 10.2139/ssrn.1001821

Źródło

[45] "Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting"

Simon Gervais, J.B. Heaton, Terrance Odean

2011 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2011.01686.x

Źródło

[46] **"The Positive Effects of Biased Self-Perceptions in Firms"**

Simon Gervais, Itay Goldstein

2007 | European Finance Review | DOI: 10.1093/rof/rfm022

Źródło

[47] **"Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options"**

Simon Gervais, J.B. Heaton, Terrance Odean

2003 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.361200

Źródło

[48] **"Work Ethic, Employment Contracts, and Firm Value"**

Bruce Ian Carlin, Simon Gervais

2009 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01449.x

Źródło

[49] **"Noise trading and prime and score premiums"**

Brad M. Barber

1994 | Journal of Empirical Finance | DOI: 10.1016/0927-5398(94)90005-1

Źródło

[50] **"Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics"**

Brad M. Barber, John D. Lyon

1997 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/s0304-405x(96)00890-2

Źródło

[51] **"CEO Overconfidence and Corporate Investment"**

Ulrike M. Malmendier, Geoffrey A. Tate

2005 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x

Źródło

[52] **"Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction☆"**

Ulrike M. Malmendier, Georey Tate

2008 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.07.002

Źródło

[53] "Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies"

Ulrike M. Malmendier, Geoffrey A. Tate, Jonathan Yan

2011 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x

Źródło

[54] "Learning from Inflation Experiences *"

Ulrike M. Malmendier, Stefan Nagel

2015 | The Quarterly Journal of Economics | DOI: 10.1093/qje/qjv037

Źródło

[55] "Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited"

Ulrike M. Malmendier, Geoffrey A. Tate

2005 | European Financial Management | DOI: 10.1111/j.1354-7798.2005.00302.x

Źródło

[56] "Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence"

Ulrike M. Malmendier, Geoffrey A. Tate

2015 | The Journal of Economic Perspectives | DOI: 10.1257/jep.29.4.37

Źródło

[57] "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure"

Michael C. Jensen, William H. Meckling

1976 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/0304-405x(76)90026-x

Źródło

[58] "Specific and General Knowledge and Organizational Structure"

Michael C. Jensen (Deceased), William H. Meckling

1995 | SSRN Electronic Journal | DOI: 10.2139/ssrn.6658

Źródło

[59] "Application of Operations Research to Development Decisions"

Burton H. Klein, William H. Meckling

1958 | Operations Research | DOI: 10.1287/opre.6.3.352

Źródło

[60] "Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences"

William H. Meckling

1976 | Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft/Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss journal of economics and statistics

Źródło

[61] "CORPORATE INCOME TAXES AND THE COST OF CAPITAL: A CORRECTION"

Franco Modigliani, H Miller Merton

1963

Źródło

[62] "American Economic Association The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment"

Franco Modigliani, Merton H. Miller

1958

Źródło

[63] "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares"

Merton H. Miller, Franco Modigliani

1961 | The Journal of Business | DOI: 10.1086/294442

Źródło

[64] "Inflation, Rational Valuation and the Market"

Franco Modigliani, Richard A. Cohn

1979 | Financial Analysts Journal | DOI: 10.2469/faj.v35.n2.24

Źródło

[65] "Dividend Policy under Asymmetric Information"

Merton H. Miller, Kevin Rock

1985 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x

Źródło

Artykuły naukowe autora:

[66] "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices"

Alex Edmans

2011 | Journal of Financial Economics | DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.03.021

Źródło

[67] "Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia"

Alex Edmans

2009 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2009.01508.x

Źródło

[68] "Sports Sentiment and Stock Returns"

Alex Edmans, Diego García, Øyvind Norli

2007 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01262.x

Źródło

[69] "The Real Effects of Financial Markets"

Philip Bond, Alex Edmans, Itay Goldstein

2012 | Annual Review of Financial Economics | DOI: 10.1146/annurev-financial-110311-101826

Źródło

[70] "Governance Through Trading and Intervention: A Theory of Multiple Blockholders"

Alex Edmans, Gustavo Manso

2010 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhq145

Źródło

[71] "The Link Between Job Satisfaction and Firm Value, With Implications for Corporate Social Responsibility"

Alex Edmans

2012 | Academy of Management Perspectives | DOI: 10.5465/amp.2012.0046

Źródło

[72] "The end of ESG"

Alex Edmans

2023 | Financial Management | DOI: 10.1111/fima.12413

Źródło

[73] "The Real Effects of Financial Markets: The Impact of Prices on Takeovers"

Alex Edmans, Itay Goldstein, Wei Jiang

2012 | The Journal of Finance | DOI: 10.1111/j.1540-6261.2012.01738.x

Źródło

[74] **"Blockholders and Corporate Governance"**

Alex Edmans

2014 | Annual Review of Financial Economics | DOI: 10.1146/annurev-financial-110613-034455

Źródło

[75] **"A Multiplicative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium"**

Alex Edmans, Xavier Gabaix, Augustin Landier

2008 | Review of Financial Studies | DOI: 10.1093/rfs/hhn117

Źródło

Treść tworzy Fundacja Dobre Państwo.
Redaguje i publikuje APA ONE, autorski system redakcyjny Fundacji oparty na AI.
APA ONE Publishing System
Fundacja Dobre Państwo © 2026
Article ID: 23c72054-5e6a-4d6d-860a-d133b19453cd