

Teresa Tatiana Czerwińska

Uniwersytet Gdański

PODEJMOWANIE DECYZJI INWESTYCYJNYCH W INSTYTUCJACH UBEZPIECZENIOWYCH W ŚWIELE KONCEPCJI FINANSÓW BEHAWIORALNYCH

1. Wstęp

Problematyka podejmowania decyzji inwestycyjnych instytucji ubezpieczeniowych: zakładów ubezpieczeń i funduszy emerytalnych z reguły ujmowana jest w kategoriach teorii normatywnych, które zakładają, że inwestorzy zachowują się na rynku zgodnie z zasadami maksymalizacji oczekiwanej użyteczności. Jak pokazuje praktyka, problem ten w swej istocie jest o wiele bardziej skomplikowany, bowiem z jednej strony – zarządzający portfelem inwestycji instytucji ubezpieczeniowych są przekonani o konieczności podejmowania decyzji inwestycyjnych w sposób racjonalny, stąd wypracowują i umieszczają w statucie instytucji zasady regulujące proces podejmowania decyzji. Z drugiej zaś strony – funkcjonowanie w warunkach niepewności i ryzyka przyczynia się w sposób samoistny do kształtowania mniej formalnych zasad postępowania *ad hoc* w celu radzenia sobie z realiami rynku. Celem opracowania jest podjęcie próby kompleksowego ujęcia problemu podejmowania decyzji inwestycyjnych przez instytucje ubezpieczeniowe (zakłady ubezpieczeń i fundusze emerytalne), w postaci modelu deskryptywnego.

2. Deskryptywny model podejmowania decyzji inwestycyjnych

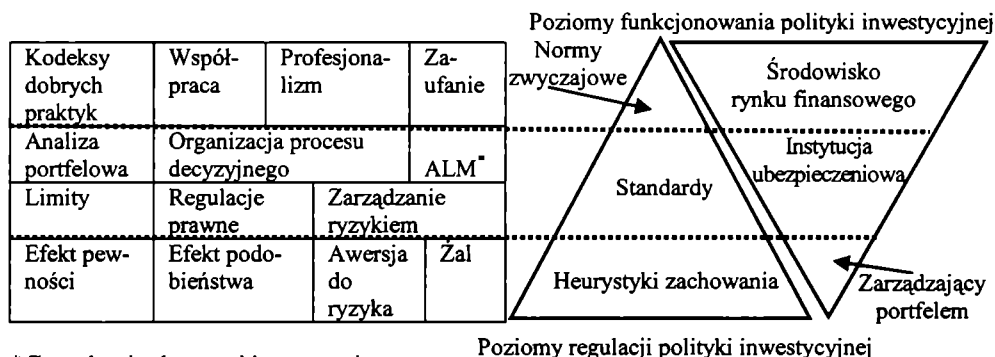
W różnorodnej literaturze przedmiotu oraz w praktyce problem podejmowania decyzji inwestycyjnych, zgodnie z nowoczesną teorią portfelową, najczęściej rozpatrywany jest w kategoriach ryzyko – zwrot. Zgodnie z teorią efektywnego rynku kapitałowego, zakłada się, że ceny instrumentów finansowych odzwierciedlają wszelkie dostępne informacje (zob. [11, s. 383-417; 10, s. 1575-1617]). Natomiast inwestorzy zachowują się na rynku

kapitałowym w sposób racjonalny (zgodnie z teorią użyteczności)¹, dążąc do maksymalizacji zysku przy założonym poziomie ryzyka. Normatywne teorie podejmowania decyzji w warunkach niepewności i ryzyka, np. teoria rynku efektywnego, teoria oczekiwanej użyteczności (zob. [24, s. 67-94]), wydają się dalece niewystarczające do wyjaśnienia decyzji inwestycyjnych. Sugeruje to konieczność uwzględnienia dorobku teorii finansów behawioralnych² na gruncie podejmowania decyzji inwestycyjnych przez fundusze emerytalne oraz zakłady ubezpieczeń. Właściwe dla finansów behawioralnych jest nowatorskie podejście do kwestii funkcji użyteczności. A. Tversky i D. Kahneman zaproponowali zmodyfikowaną s-kształtną funkcję użyteczności, zgodnie z którą decydent przejawia awersję do ryzyka w sytuacji osiągania zysków, natomiast w sytuacji ponoszenia strat jest skłonny do podejmowania ryzyka. Autorska koncepcja zakłada, że: podmiot dokonuje wartościowania zysków i strat w relacji do wybranego punktu odniesienia, a nie ich wartości bezwzględnej oraz krańcowa użyteczność zysków i strat o tej samej wartości bezwzględnej jest inna, inwestor wykazuje awersję do strat – tzn. straty odczuwane są jako bardziej dotkliwe niż zyski przy tej samej wartości bezwzględnej [24, s. 67-94; 14, s. 263-291; 21, s. 108-110]. Teoria ta ma istotne implikacje dla podejmowania decyzji inwestycyjnych, dotyczy bowiem kształtowania preferencji w zakresie ryzyka i oczekiwanego dochodu. Mając na uwadze to, że podejmowanie decyzji inwestycyjnych warunkują nie tylko najczęściej rozważane w literaturze regulacje prawne, obecna i prognozowana sytuacja na rynku finansowym, ale również – w sposób nie mniej istotny – zwyczaje środowiska i menedżerów, wypracowane mechanizmy zachowania, problem podejmowania decyzji inwestycyjnych instytucji ubezpieczeniowych można rozpatrywać w trzech wzajemnie oddziałujących na siebie wymiarach [5, s. 143] (rys. 1):

- zwyczajowe normy postępowania – mają charakter nieformalny i określają pewne ogólnie przyjęte wzorce zachowania we wzajemnych relacjach instytucji ubezpieczeniowej z podmiotami zewnętrznymi pełniącymi funkcje usługowe w procesie inwestycyjnym, tj.: analitycy, depozytariusz, agent transferowy;
- obowiązujące standardy – wyznaczają ramy kształtowania polityki inwestycyjnej oraz właściwego postępowania w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, mogą mieć charakter wymogów formalnych, np. limity inwestycyjne, lub mniej sformalizowany – wewnętrzne wytyczne, np. wykorzystanie analizy portfelowej;

¹ Założenie o racjonalności zachowań decydenta jest podstawą ekonomicznej teorii podejmowania decyzji. Decydent racjonalny posiada stałe preferencje, zgodnie z którymi analizuje i porównuje dostępne kombinacje alternatyw w sposób logiczny. Założenie o racjonalności, rozumiane jako dążenie do maksymalizacji funkcji użyteczności, jest postrzegane przez badaczy jako cecha definicyjna nauk ekonomicznych (por. [2]).

² Nowatorstwo tej dziedziny przejawia się w poszukiwaniu wyjaśnienia „rzeczywistości rynków finansowych, [...] zamiast tworzenia eleganckich, aczkolwiek niekoniecznie adekwatnych do rzeczywistości modeli matematycznych” w kategoriach wiedzy socjologicznej, psychologicznej i antropologicznej [28, s. 48]. Wielu badaczy negatywnie ocenia zjawisko zdominowania nowoczesnej teorii finansów przez modelowanie matematyczne i szerokie wykorzystanie wysoce wyrafinowanych narzędzi ekonometrycznych i statystycznych (zob. np. [3, s. 6-7]). Warto podkreślić, iż ekonomia należy do nauk społecznych, a co za tym idzie, czynnik ludzki powoduje, że badane w jej ramach zjawiska cechuje: niski poziom kodyfikacji, duża liczba ciągle zmieniających się parametrów i trudność predykcji [28, s. 7].



* Zarządzanie aktywami i pasywami.

Rys. 1. Deskryptywny model podejmowania decyzji inwestycyjnych instytucji ubezpieczeniowych
Źródło: opracowanie własne na podstawie [5, s. 143].

- heurystyki zachowania – odzwierciedlają pewne paradygmaty postępowania zarządzających portfelem inwestycji w zakresie podejmowania decyzji w warunkach niepewności i ryzyka, tj.: awersja do strat³, „poczucie żalu” [27, s. 94-109] – polegające na tym, że po podjęciu decyzji inwestor ma tendencje do żałowania utraconych okazji do realizacji wyższej stopy zwrotu⁴, zwłaszcza w sytuacji, gdy realizowane przez niego strategie inwestycyjne różnią się od strategii innych instytucji, oraz efekt pewności – preferowanie mniejszego, ale pewnego zysku, od większego, lecz obarczonego ryzykiem [24, s. 67-94].

Heurystyki zachowania zarządzających portfelem inwestycji mają swoje źródło w zaobserwowanych generalnych prawidłowościach cechujących zachowanie podmiotów w warunkach niepewności i ryzyka. Badania wykazują, że tzw. inwestorzy profesjonalni nie różnią się w sposób istotny od inwestorów indywidualnych w zakresie percepcji ryzyka (por. [17, s. 68-86])⁵. Różnice w ich zachowaniach raczej mają źródło w cechach osobowościowych, np. różnice dotyczące percepcji

³ Negatywna użyteczność straty danej kwoty jest, w sensie wartości bezwzględnej, większa niż pozytywna użyteczność zysku tej samej kwoty.

⁴ Harry Markowitz – twórca nowoczesnej teorii portfelowej, laureat ekonomicznej nagrody Nobla, zapytany, czym kierował się, konstruując swój portfel inwestycyjny przeznaczony na zabezpieczenie dochodów emerytalnych, stwierdził: „Oczywiście powinienem był policzyć historyczne kowariancje między różnymi kategoriami inwestycji i wykreślić granicę portfeli efektywnych. Jednak zamiast tego wyobraziłem sobie smutek, który bym odczuwał, gdyby kursy akcji poszły w górę, a ja bym ich nie posiadał, albo gdyby ceny spadły, a ja miałbym wyłącznie akcje. Moim zamiarem było zminimalizowanie przyszłego uczucia żalu, dlatego też podzieliłem swoje zasoby równo, po 50%, między akcje i obligacje” [8, s. 81] (za: [27, s. 96]).

⁵ Zarówno jedni, jak i drudzy często popełniają podobne błędy w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych w warunkach niepewności i ryzyka; są nimi np.: nadmierna pewność siebie, nieuzasadniony optymizm, złudzenie kontroli (ciekawe wyniki badań empirycznych dotyczących zachowań inwestorów na rynku kapitałowym wykraczające poza zakres opracowania zob. w: [15, s. 90-100; 7, s. 831-844]).

ryzyka. Badania wykazują, że doradcy finansowi pracujący w branży ubezpieczeniowej wykazują istotne różnice w zakresie percepcji i tolerancji ryzyka w zależności od płci [22, s. 181-191]. Percepcja ryzyka przez zarządzających portfelem ma bezpośrednie przełożenie na strukturę portfela. Kobiety przy doborze instrumentów do portfela inwestycji są bardziej wrażliwe na niepewność niż mężczyźni, stąd przywiązują większą wagę do zabezpieczenia wartości portfela niż do wzrostu jego wartości oraz metod zarządzania ryzykiem w celu uniknięcia lub obniżenia potencjalnych strat [20, s. 29-36]. Mając na uwadze warunki decyzyjne na rynku finansowym cechujące się niepewnością, ryzykiem, złożonością informacyjną oraz presją czasu, zarządzający portfelem podejmują decyzje, posługując się heurystykami, które są źródłem notorycznych błędów, co można uznać za dodatkowe źródło ryzyka systematycznego w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych determinujących funkcjonowanie całego rynku [4, s. 68]. Ma to bezpośrednie przełożenie na kształtowanie polityki inwestycyjnej instytucji ubezpieczeniowych, np.:

1. Efekt naśladownictwa polityki inwestycyjnej – jest konsekwencją unikania poczucia żalu, objawia się preferowaniem strategii inwestycyjnych podobnych do realizowanych przez inne instytucje ubezpieczeniowe (nawet kosztem wyższych stóp zwrotu) [5, s. 144].

2. Krótkowzroczność w kształtowaniu założeń polityki inwestycyjnej – z reguły zarządzający portfelem funduszy emerytalnych i zakładów ubezpieczeń kształtują politykę inwestycyjną przy założeniu zbyt krótkiego horyzontu czasowego, co prowadzi do szablonowej proporcji w alokacji aktywów pomiędzy akcje i obligacje: 60/40 (por. [1, s. 66-67]). Krótkowzroczna awersja do strat potęgowana jest przez konflikt agencji wynikający z rozdzielenia własności i zarządzania, który w przypadku instytucji ubezpieczeniowych występuje w szczególnym nasileniu, wynagrodzenie zarządzających często jest bowiem uzależnione od osiągniętych rocznych wyników.

3. Nadmierny optymizm zarządzających portfelem – doświadczenia wykazują, że realność założeń polityki inwestycyjnej w relacji do oczekiwanych wyników to jeden z najczęściej występujących „słabych punktów” polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych. Z badań przeprowadzonych na rynku amerykańskim wynika, że bardzo powszechną praktyką wśród zarządzających planami emerytalnymi jest systematyczne zawyżanie – w relacji do realiów rynkowych – planowanych do osiągnięcia przeciętnych rocznych stóp zwrotu [9, s. 43-48; 10, s. 15-25]. Przyczyn tego irracjonalnego optymizmu można upatrywać zarówno w fakcie, że osiągnięte i planowane wyniki na działalności inwestycyjnej stanowią istotny element walki konkurencyjnej instytucji finansowych, jak i błędach kognitywnych zarządzających portfelem. Ponadto nadmierny optymizm zarządzających portfelem może być po-

tęgowany przez samą organizację procesu inwestycyjnego w instytucjach ubezpieczeniowych, w których dominuje model grupowego podejmowania decyzji⁶.

4. Preferowanie *status quo* – bezpośrednia konsekwencja awersji do strat, przejawiająca się w tym, że podmioty preferują zaniechanie działania w obawie przed tym, że potencjalne straty będą wyższe niż korzyści z przeprowadzonych zmian [11, s. 141-162]. Badania wykazują, że uczestnicy funduszy emerytalnych rzadko decydują się na dokonywanie zmian w z góry zdefiniowanej wielkości składki wpłacanej na fundusz oraz alokacji portfela [17, s. 2001] (za: [25, s.178-180]). Wywiera to istotny wpływ na politykę inwestycyjną instytucji ubezpieczeniowych, zwłaszcza gdy ubezpieczony lub uczestnik funduszu emerytalnego ma wpływ na wybór alokacji portfela. Konsekwencją preferowania *status quo* przez zarządzających portfelem może być zbyt powolne i nieadekwatne do dynamiki sytuacji rynkowej dokonywanie zmian w strukturze alokacji portfela inwestycji.

Decyzje inwestycyjne zakładów ubezpieczeń i funduszy emerytalnych wpisane są również w wymiar określonych standardów, które mogą mieć charakter wymogów formalnych osadzonych w przepisach prawnych [25; 26], np. regulacje w zakresie obowiązków i odpowiedzialności instytucji względem jej beneficjentów, limity inwestycyjne mające na celu zabezpieczenie interesów beneficjentów. Standardy instytucji ubezpieczeniowych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych koncentrują się z reguły wokół zasady roztropnego zachowania (*prudent person rule*). W przypadku instytucji ubezpieczeniowych, co *explicite* wynika z ich istoty, zasada roztropnego zachowania przejawia się przede wszystkim w minimalizacji ekspozycji na ryzyko powierzonych środków finansowych⁷. Część standardów instytucji ubezpieczeniowych w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnych, tj. stosowanie teorii portfelowej, technik zarządzania ryzykiem, koncepcji *asset liability management* w doborze portfela inwestycji, ma mniej sformalizowany charakter. Standardy te często zawarte są w wewnętrznych regulacjach funduszy emerytalnych i zakładów ubezpieczeń, tj.: w regulaminach i instrukcjach. Koncentrują się one na uregulowaniu przebiegu procesu kolektywnego podejmowania decyzji inwestycyjnych – tj. określają zakres analiz i konsultacji niezbędnych do podjęcia decyzji, podział kompetencji decydentów itp. Standardy te odgrywają ważną rolę w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, są one bowiem w pewnym stopniu gwarancją roztropności i rzetelności instytucji ubezpieczeniowych w zakresie zarządzania portfelem inwestycji [5, s. 146].

Istotnym wymiarem decyzji inwestycyjnych są również ogólnie przyjęte normy zwyczajowe określające interakcje instytucji ubezpieczeniowych z podmiotami

⁶ Tymczasem liczne badania wykazują, że zespołowe podejmowanie decyzji w warunkach niepewności i ryzyka często prowadzi do intensyfikacji postaw, zachowań oraz błędów poznawczych i decyzyjnych (efekt polaryzacji) [7] (za: [23, s. 287-289]).

⁷ Warto w tym miejscu podkreślić, że zdecydowana większość autorytetów w dziedzinie ubezpieczeń uważa bezpieczeństwo za najważniejszą zasadę zarządzania portfelem inwestycji (por. np. [21, s. 16-18; 16, s. 120]).

zewnętrznymi pełniącymi funkcje usługowe w procesie inwestycyjnym. Określają one przyjęte wzorce zachowania we wzajemnych relacjach, tj.: zaufanie, współpraca i profesjonalizm (rys. 1). Realizacja polityki inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń i funduszy emerytalnych wiąże się z koniecznością angażowania podmiotów pośredniczących. Zakres penetracji procesu inwestycyjnego przez usługodawców może być różny w zależności od instytucji ubezpieczeniowej, np. małe zakłady ubezpieczeń często powierzają instytucji zewnętrznej całość czynności związanych z zarządzaniem portfelem. Źródłem potencjalnych konfliktów jest – po pierwsze – fakt, iż instytucja ubezpieczeniowa nie ma bezpośredniego wpływu na zachowanie podmiotu świadczącego usługi na jej rzecz, po drugie – cele tych podmiotów nie zawsze są spójne z celami instytucji ubezpieczeniowej (por. [5, s. 145]). Istotne jest wypracowywanie przez środowisko instytucji ubezpieczeniowych kodeksów dobrych praktyk⁸, które mają na celu zwiększenie transparentności i zaufania w relacjach między instytucjami ubezpieczeniowymi a ich beneficjentami, emitentami instrumentów finansowych, jak również w środowisku samych inwestorów instytucjonalnych. Konkludując, długoterminowe relacje przyczyniają się do powstawania wzajemnych zależności między instytucjami ubezpieczeniowymi a podmiotami świadczącymi usługi na ich rzecz, pojawia się sprzężenie zwrotne. Nie sposób zatem przecenić znaczenia tych nieformalnych norm dla kształtowania dobrych obyczajów w środowisku instytucji finansowych, to właśnie one często stanowią bowiem o jakości i stabilności rynku finansowego.

3. Podsumowanie

Rozważając proces podejmowania decyzji inwestycyjnych przez instytucje ubezpieczeniowe, nie sposób ignorować dorobku finansów behawioralnych wyróżnionego Nagrodą Nobla⁹. Należy podkreślić, że uwarunkowań decyzji inwestycyjnych instytucji ubezpieczeniowych upatrywać należy nie tylko w uregulowaniach prawnych i koniunkturze na rynku kapitałowym, lecz w szerokim kontekście zależności ekonomicznych, psychologicznych i socjologicznych, tylko wtedy bowiem możliwe stanie się precyzyjne wyjaśnienie aktywności inwestycyjnej zakładów ubezpieczeń i funduszy emerytalnych oraz zjawisk zachodzących na rynku finansowym. Niniejsze rozważania pozwalają stwierdzić, że uwzględnienie czynników behawioralnych w uwarunkowaniach decyzji inwestycyjnych instytucji ubezpieczeniowych pozwala na pełniejsze wyjaśnienie aktywności inwestycyjnej tych podmiotów, ekonomia behawioralna pozwala bowiem wypełnić lukę interpretacyjną pomiędzy normatywnymi teoriami a rzeczywistym funkcjonowaniem rynku finansowego (por. [4, s. 155]). Zwrócenie uwagi na czynniki behawioralne do-

⁸ PTE zrzeszone w Izbie Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych przyjęły w listopadzie 2006 r. kodeks dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych.

⁹ Mowa o teorii perspektywy D. Kahnemana i A. Tversky'ego.

starcza cennych wskazówek dla organizacji procesu inwestycyjnego instytucji ubezpieczeniowych, zwłaszcza w zakresie zarządzania ryzykiem.

Literatura

- [1] Ambasher K.P., Ezra D., *Fundusze emerytalne*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001.
- [2] Becker G., *Ekonomiczna teoria zachowań ludzkich*, PWN, Warszawa 1990.
- [3] Bernstein P., *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*, Willey&Sons, New York 1996.
- [4] Cieślak A., *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, Materiały i Studia NBP nr165, Warszawa 2003.
- [5] Clark G.L., *Pension Fund Capitalism*, Oxford University Press, New York 2000.
- [6] Davis J.H., Kameda T., Stasson M.F., *Group Risk Taking: Selected Topics*, [w:] *Risk Taking Behavior*, red. F. Yates, Wiley, Chichester 1992.
- [7] De Bondt W.F.M., *A Portrait of the Individual Investor*, „European Economic Review” 1998 nr 42.
- [8] Dembo R.S., Freeman A., *The Rules of Risk. A Guide for Investors*, New York 1998.
- [9] Dimson E., Marsh P., Staunton M., *Irrational Optimism*, „Financial Analysts Journal” 2004 nr 2.
- [10] Fabozzi F., Ryan R., *The Pension Crisis Revealed*, „Journal of Investing” 2003 nr 3.
- [11] Fama E.F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” 1970 nr 2.
- [12] Fama E.F., *Efficient Capital Markets II*, „The Journal of Finance” 1991 nr 5.
- [13] Hartman R.S., Doane M.J., Woo C.K., *Consumer Rationality and the Status Quo*, „Quarterly Journal of Economics” 1991 vol. 106.
- [14] Kahneman D., Tversky A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, „Econometrica” 1979 nr 47.
- [15] Kirchler E., Maciejovsky B., Weber M., *Framing Effects, Selective Information, and Market Behavior: an Experimental Analysis*, „Journal of Behavioral Finance” 2005 nr 2.
- [16] Łazowski J., *Wstęp do nauki o ubezpieczeniach*, LEX, Sopot 1998.
- [17] MacGregor D.G., Slovic P., Berry M., Eversky H.R., *Perception of Financial Risk: A Survey of Advisors and Planers*, „Journal of Financial Planning” September 1999.
- [18] Muermann A., Mitchell O., Volkman J.M., *Regret, Portfolio Choice, and Guarantees in Defined Contribution Schemes*, „Insurance: Mathematics and Economics” 2006 nr 39.
- [19] Nofsinger J.R., *Investment Madness. How Psychology Affects Your Investing*, Prentice Hall, London 2001.
- [20] Olesn R.A., Cox C.M., *The Influence of Gender on the Perception and Response to Investment Risk: The Case of Professional Investors*, „The Journal of Psychology and Financial Markets” 2001 nr 1.
- [21] Raynes H.E., *Insurance Companies' Investments*, Pitman& Sons, London 1935.
- [22] Roszkowski M., Grable J., *Gender Stereotypes in Advisors' Clinical Judgments of Financial Risk Tolerance*, „The Journal of Behavioral Finance” 2005 nr 4.
- [23] Tyszka T., Zaleśkiewicz T., *Racjonalność decyzji*, PWE, Warszawa 2001.
- [24] Tversky A., Kahneman D., *Rational Choice and the Framing of Decisions*, „Journal of Business” 1986 vol. 59.
- [25] Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, DzU nr 124, poz. 1151 z późn. zm.
- [26] Ustawa z dnia 27 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU 2004, nr 159, poz. 1667 z późn. zm.
- [27] Zaleśkiewicz T., *Psychologia inwestora giełdowego*, GWP, Gdańsk 2003.
- [28] Zielonka P., *O przewidywaniu cen akcji: od analizy fundamentalnej do finansów behawioralnych*, Materiały i Studia NBP nr 105, Warszawa 2000.

INVESTMENT DECISION MAKING OF THE INSURANCE COMPANIES AND PENSION FUNDS – THE IDEA OF BEHAVIOURAL FINANCE

Summary

The managers of insurance companies and pension funds are convinced about necessities of undertaking investment decisions rationally, so they place in the statutes of the institution regulative rules. On the other side, making decision in the uncertainty and risks conditions assume working out less formal rules. The author considers the process of investment decisions making by insurance companies and pension funds in the wide specter of qualitative factors.