

**Magdalena Byczkowska**

ORCID: 0000-0003-2718-2863  
Akademia im. Jakuba z Paradyża  
w Gorzowie Wielkopolskim

**Anna Majzel**

ORCID: 0000-0003-0248-1293  
Akademia im. Jakuba z Paradyża  
w Gorzowie Wielkopolskim

## **Behawioralne finanse przedsiębiorstw jako interdyscyplinarny nurt neoklasycznej teorii finansów**

### **Streszczenie**

Współcześnie dostrzega się coraz większe powiązania pomiędzy poszczególnymi dyscyplinami naukowymi. Coraz trudniej uczonym uprawiać działalność wyłącznie w ramach swojej dziedziny. Ekonomia, finanse oraz kierunki pokrewne w ostatnich latach szeroko korzystają z teoretycznych i empirycznych odkryć innych nauk społecznych. Celem artykułu jest przedstawienie zagadnienia finansów behawioralnych, którego założenia ułatwiają zrozumienie, co i dlaczego skłania menedżerów finansowych do wyboru określonego sposobu postępowania. Koncentrując się na skłonnościach o charakterze psychologicznym – charakterystycznych dla menedżerów, wyjaśniono, jak przez pryzmat psychologii można analizować zachowanie osób zajmujących się finansami. Artykuł opiera się na analizie literatury przedmiotu, gdzie wykorzystano głównie metodę analizy źródeł.

**Słowa kluczowe:** behawioralne finanse przedsiębiorstw, finanse neoklasyczne, interdyscyplinarność

### **Wstęp**

W ostatnich latach wzrasta znaczenie behawioralnego nurtu w finansach, podkreślającego rolę czynników psychologicznych w przebiegu różnego rodzaju zjawisk gospodarczych. Jak dotąd finanse behawioralne zajmowały się głównie analizą psychologicznych uwarunkowań nieracjonalnych zachowań inwestorów giełdowych, którzy są podatni na błędy natury psychologicznej podczas podejmowania decyzji oraz anomalnych zjawisk na całym rynku kapitałowym, wynikających z podatności inwestorów giełdowych na błędy natury psychologicznej. Najnowszymi trendami w ramach behawioralnego nurtu w finansach są behawioralne

finanse przedsiębiorstwa, analizujące psychologiczne podstawy nieracjonalnych zachowań menedżerów podejmujących różne decyzje w przedsiębiorstwie i ich wpływ na funkcjonowanie takiego przedsiębiorstwa.

Celem artykułu jest przedstawienie behawioralnych finansów przedsiębiorstw jako interdyscyplinarnego nurtu finansów neoklasycznych. Wykorzystane metody badawcze obejmują analizę pojęć oraz syntezę studiów literaturowych krajowych i zagranicznych opracowań z zakresu nauk ekonomicznych, w tym finansów. W tekście ukazano wpływ nauk behawioralnych na nauki o finansach oraz skutki tego wpływu w postaci wyłonienia się nowych obszarów badawczych.

## **1. Rozwój nowoczesnych finansów a problem interdyscyplinarności**

Nauka jest ewoluującym kompleksem wiedzy, zbudowanym na sekwencji myśli i pomysłów, a co więcej na doświadczeniu i działaniu dużego grona myślicieli. Można rzec, że to nieustające odkrywanie nowych faktów, praw i teorii, często krytykujących i niszczących to, co zostało zbudowane. Jednak całkowity gmach nauki nigdy nie przestaje wzrastać<sup>1</sup>. Nauka jako proces poznawania rzeczywistości w poszukiwaniu prawdy nie daje się podporządkować podziałom i klasyfikacjom, jakie proponuje metodologia nauk. Pewne obszary badawcze w sposób naturalny stają się przedmiotem zainteresowania różnych dyscyplin naukowych, co może doprowadzić do wykształcenia kolejnych interdyscyplinarnych nurtów badań.

Od pewnego czasu termin interdyscyplinarności jest jednym z częściej przywoływanych z zakresu metodologii nauk. Stał się on synonimem zaawansowanych badań naukowych w myśl założenia, że jeżeli jakieś badanie jest interdyscyplinarne, to z definicji musi się cechować wysoką jakością. Kategoria interdyscyplinarności jest wieloznaczna i różnie definiowana. Używana bywa jako zbiorcza nazwa na określenie zjawiska prowadzenia badań w ramach wielu dyscyplin naukowych i wykraczania poza jedną dyscyplinę. Najczęściej interdyscyplinarność definiowana jest jako interakcja dwóch albo większej liczby dyscyplin, obejmująca zarówno prostą wymianę idei, jak również wzajemną integrację koncepcji, metodologii, procedur, epistemologii, terminologii oraz danych, prowadzącą do organizacji badań oraz edukacji w dość szerokim obszarze<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> E. Hlaciuc, R. Petris, *Reflections on the nature of accounting*, „Annals of the »Stefan cel Mare« University of Suceava” 2010, vol. 10, s. 24.

<sup>2</sup> OECD, *Interdisciplinarity: Problems of Teaching and Research in Universities*, Paris 1972, s. 25-26.

**Tabela 1.** Pojęcia dotyczące interdyscyplinarności w naukach społecznych

Pojęcie	Znaczenie
Wielodyscyplinarność	Dyscypliny pracują na danym polu badawczym równolegle, bez syntezy podejść badawczych.
Interdyscyplinarność	Dyscypliny pracują na jednym polu badawczym, a ich struktury kognitywne są zsyntetyzowane.
Transdyscyplinarność	Wiedza powstaje między i ponad dyscyplinami w oparciu o nową metodologię.
Neodyscyplinarność	Przekraczanie tradycyjnych granic dyscyplinarności przez nowe dyscypliny (np. administracja publiczna i dziennikarstwo).
Adyscyplinarność	Dążenie do przewyciężenia specjalizacji w wyniku uznania, że granice dyscyplinarne ograniczają rozwój wiedzy.
Intradyscyplinarność	Prowadzenie badań w ramach określonej dziedziny nauki w sytuacji braku dyscyplinarnej samodzielności (np. pedagogika)

Źródło: *Studia Europejskie. Wyzwania interdyscyplinarności*, red. J. Czeputowicz, Warszawa 2014, s. 17.

Pojęcie interdyscyplinarności jest semantycznie dwuznaczne, co przejawia się w różnym rozumieniu roli, jaką odgrywa integracja dyscyplin. Może ono oznaczać integrację dyscyplin w oparciu o wspólną teorię, koncept czy zasadę lub też formę dialogu między dwiema lub więcej dyscyplinami, bez konieczności syntezy. W tym drugim znaczeniu jest to raczej wielodyscyplinarność. Występuje ona wtedy, gdy różne dyscypliny pracują na jednym polu badawczym obok siebie i przy uznaniu różnic między nimi<sup>3</sup>. Przedmiot badania dzielony jest na poszczególne segmenty, które są analizowane przez wiele dyscyplin za pomocą własnych metod. Scalanie wiedzy odbywa się pod koniec procesu badawczego jako działanie wtórne.

Transdyscyplinarność dotyczy natomiast tworzenia wiedzy między i ponad dyscyplinami za pomocą nowej metodologii. W procesie tym biorą udział nie tylko naukowcy, lecz także think-tanki i organizacje pozarządowe<sup>4</sup>. Neodyscyplinarność dotyczy z kolei sytuacji przecinania tradycyjnych granic dyscyplinarności przez nowe dyscypliny, takie jak administracja publiczna, dziennikarstwo czy studia biznesowe. W końcu adyscyplinarność jest wynikiem uznania, że granice między dyscyplinami ograniczają rozwój wiedzy, dlatego należy dążyć do ich przewyciężenia i syntezy wiedzy społecznej. Intradyscyplinarność dotyczy zatem prowadzenia badań zwykle z powodu braku samodzielności dyscyplinarnej, jak np. w wypadku pedagogiki, w ramach szerszej dziedziny nauki, np. nauk społecznych czy humanistycznych<sup>5</sup>. Znaczenie powyższych pojęć zostało w sposób syntetyczny przedstawione w tabeli 1.

<sup>3</sup> J. Moran, *Interdisciplinarity*, Routledge, New York 2002, s. 16.

<sup>4</sup> A. Warleigh-Lack, M. Cini, *Interdisciplinarity and the Study of Politis*, „European Political Science” 2009, vol. 8, s. 9; I. Manners, *Normative Power Europe: A Transdisciplinary Approach to European Studies*, [w:] *The SAGE Handbook of European Studies*, ed. Ch. Rumford, London 2009, s. 561-562.

<sup>5</sup> F. McGowan, *The Contrasting Fortunes of European Studies and EU Studies: Grounds for Reconciliation?*, [w:] *The SAGE Handbook of European...*, op. cit., s. 552.

Ujęcia interdyscyplinarne mogą mieć różnych charakter, w zależności od tego, do jakich nauk odwołuje się badacz. W ten sposób można mieć do czynienia z interdyscyplinarnością zewnętrzną (egzogeniczną) lub wewnętrzną (endogeniczną). W przypadku nauk ekonomicznych, do których zaliczane są finanse, interdyscyplinarność zewnętrzna polega na sięganiu do dorobku innych nauk społecznych, takich jak psychologia, socjologia, prawo, politologia, geografia ekonomiczna, historia gospodarcza lub filozofia, do osiągnięć nauk technicznych, jak też do matematyki i informatyki, bez których wsparcia trudno byłoby sobie wyobrazić współczesne nauki ekonomiczne<sup>6</sup>.

Interdyscyplinarność wewnętrzna w naukach ekonomicznych polega na tym, że dane zagadnienie badawcze jest rozpatrywane z punktu widzenia różnych dyscyplin należących tylko do tych nauk<sup>7</sup>. Przykłady nurtów interdyscyplinarnych w naukach ekonomicznych zaprezentowano w tabeli 2.

**Tabela 2.** Przykłady nurtów i kierunków interdyscyplinarnych w naukach ekonomicznych

<b>Kierunki interdyscyplinarne nauk ekonomicznych</b>	
<b>egzogeniczne</b>	<b>endogeniczne</b>
ekonometria	audyt wewnętrzny
ekonomia behawioralna	controlling
ekonomia społeczna	ekonomia finansowa
ekonomia feministyczna	finanse samorządu terytorialnego
ekonomiczna analiza prawa	rachunkowość podatkowa
finanse behawioralne	rachunkowość zarządcza
farmakoekonomika	teoria przedsiębiorstw
informatyka ekonomiczna	zarządzanie ryzykiem
neuroekonomia	zarządzanie portfelem inwestycyjnym
psychologia marketingu	
rachunkowość behawioralna	
rachunkowość społecznej odpowiedzialności	
rachunkowość środowiskowa	
socjoekonomika	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: N. Artienewicz, *Rachunkowość behawioralna jako interdyscyplinarny nurt rachunkowości i społecznych nauk o zachowaniu*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2013, t. 1(127), s. 9.

Współczesna nauka ekonomii, zwłaszcza nauka finansów, znalazła się w sytuacji szybkiego rozwoju i adaptacji do nowych wyzwań, jakie postawiły zmiany w zakresie funkcjonowania rynków finansowych. O ile tempo rozwoju poszczególnych subdyscyplin nauki finansów można uznać za wysokie, o tyle założenia leżące u ich podstaw są w wielu przypadkach nieadekwatne do praktyki gospodarczej.

<sup>6</sup> N. Artienewicz, *Rachunkowość behawioralna jako interdyscyplinarny nurt rachunkowości i społecznych nauk o zachowaniu*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2013, t. 1(127), s. 8.

<sup>7</sup> Kuciński K., *Ujęcia interdyscyplinarne w naukach ekonomicznych*, [w:] *Metodologia nauk ekonomicznych. Dylematy i wyzwania*, red. K. Kuciński, Warszawa 2020, s. 224.

Nauka finansów, jako istotny obszar nauki ekonomii, ma obecnie szerokie zastosowanie praktyczne, a zmiany systemowe oraz wprowadzenie instytucji typowych dla gospodarki rynkowej przywróciły im właściwą rolę<sup>8</sup>. Do właściwego rozpoznania pojęcia nowoczesnych finansów należy zastosować następujące kryteria:

- kryterium czasu – wskazujące, że finanse nowoczesne to współczesne zjawiska pieniężne, czyli po prostu właściwe nowym czasom<sup>9</sup>;
- kryterium terytorium – związane z oceną zasięgu zjawisk pieniężnych w przestrzeni oraz globalnym charakterem zjawisk gospodarczych;
- kryterium funkcji finansów – mówiące, że w epoce finansów nowoczesnych, mimo istotnych zmian w otoczeniu, pełnią one te same, historycznie ukształtowane funkcje, jak przed nastaniem tej epoki (stabilizacyjną, alokacyjną, dystrybucyjną);
- kryterium przedmiotu finansowania – jedna z możliwych i zarazem powszechnie prezentowanych klasyfikacji prowadzi do wyodrębnienia zjawisk finansowych rynkowych oraz zjawisk finansowych nierynkowych;
- kryterium podmiotu finansowania – w ramach tego kryterium można wyróżnić: finanse przedsiębiorstw, finanse gospodarstw domowych, finanse publiczne oraz – najogólniej – finanse instytucji finansowych;
- kryterium technologii – mające swój wyraz w coraz szerszym wykorzystaniu nowoczesnych technologii informacyjnych wiodących do ogromnych zmian w ruchu strumieni pieniądza i funkcjonowaniu rynków finansowych.

Finanse, choć są dyscypliną nauki relatywnie młodą, to jednak na tyle dojrzałą, aby możliwe było wskazanie elementów ich charakterystyki zasługujących na miano tradycyjnych czy klasycznych ze względu na czas występowania i utrwalenie. Prócz wymienionych powyżej cech finansów nowoczesnych, pewną nowością w tej nauce jest także próba adaptacji metod pochodzących z innych dziedzin nauki. Krzysztof Jajuga przedstawia dziedziny nauki, które podlegają silnej recypacji, na grunt nauki finansów. Są to: fizyka oraz psychologia. Szczególnie istotnym zagadnieniem jest wykorzystanie osiągnięć psychologii, które pozwoliły na stworzenie nurtu finansów behawioralnych<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> M. Nowak, *Finanse behawioralne jako kierunek analizy racjonalności inwestorów na rynkach finansowych*, „Studia Lubuskie. Prace Instytutu Prawa i Administracji PWSZ w Sulechowie” 2007, nr 3, s. 244.

<sup>9</sup> A. Cenker, *Finanse nowoczesne. Wybór refleksji*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2018, nr 533, s. 56.

<sup>10</sup> K. Jajuga, *Finanse u progu XXI wieku- nowe wyzwania dla teorii i praktyki. Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku*, „Rynki finansowe” 2006, t. 4, s. 62-63.

## 2. Charakterystyka istoty i przedmiotu finansów behawioralnych

Finanse behawioralne wywodzą się z subiektywnego podejścia do ryzyka, które po raz pierwszy było zasygnalizowane w tzw. paradoksie petersburskim, sformułowanym w XVIII wieku, a opisanym przez Daniela Bernoulliego<sup>11</sup>. Doprowadził on do sformułowania poglądu, iż w swoich działaniach ludzie nie kierują się zasadą maksymalizacji oczekiwanego dochodu, lecz zasadą maksymalizacji oczekiwanej użyteczności. Zasada ta wynikała z teorii użyteczności uwzględniającej aspekty psychologiczne, której to krytyka (a po części krytyka modeli klasycznych finansów) wiązała się z powstaniem i rozwojem finansów behawioralnych.

Finanse behawioralne to dziedzina nauki o finansach. Nie można wskazać jednej spójnej definicji przedmiotu zainteresowania finansów behawioralnych. Niemniej definicje tworzone przez poszczególnych badaczy koncentrują się wokół psychologicznej natury człowieka, inwestora i uczestnika rynku. Według Tadeusza Tyszki „istotą behawioralnego podejścia do finansów jest poszukiwanie psychologicznych mechanizmów zachowania uczestników rynków”<sup>12</sup>. Z kolei zgodnie z definicją Martina Webera „finanse behawioralne są ścisłą kombinacją indywidualnego zachowania oraz fenomenów rynkowych i stosują wiedzę zapożyczoną zarówno z psychologii, jak i z teorii finansów”<sup>13</sup>. Zasadna jest również koncepcja Matthew Olsena, zgodnie z którą finanse behawioralne koncentrują się na „identyfikacji atrybutów podejmowania behawioralnych decyzji, które z dużym podobieństwem mają wpływ na systematyczne efekty zachowania rynków finansowych”<sup>14</sup>.

Finanse behawioralne, jak sama nazwa wskazuje, są połączeniem psychologii i finansów. Koncentrują się na analizie indywidualnych zachowań inwestorów w kontekście podejmowania decyzji inwestycyjnych. Są nowym spojrzeniem na świat finansów widzianym z perspektywy człowieka rzeczywistego, a nie ekonomicznego, a także stanowią ważne uzupełnienie wiedzy o współczesnych finansach. Istotna wydaje się tu analiza zachowań poszczególnych inwestorów, ale także rynku jako całości. Z punktu widzenia strategii inwestycyjnych ważne

---

<sup>11</sup> W paradoksie tym analizowana jest gra, która polega na rzucie monetą. Gra kończy się w momencie, gdy wypadnie reszka. Wygrana w tej grze wynosi  $m2$  jednostek pieniężnych, gdzie  $m$  jest to liczba wykonanych rzutów. Pojawia się w związku z tym pytanie, ile kosztuje udział w grze, jeśli ma ona być grą sprawiedliwą. Jak wiadomo, gra sprawiedliwa jest to gra, w której oczekiwana wygrana równa jest kosztowi udziału w grze, tzn. średnio ani się nie wygrywa, ani nie traci.

<sup>12</sup> T. Tyszko, *Psychologia ekonomiczna*, Gdańsk 2003, s. 23.

<sup>13</sup> M. Weber, C. Camerer, *The disposition effect in securities trading: An experimental analysis*, „Journal of Economic Behavior & Organization” 1998, 33(2), s. 167-168.

<sup>14</sup> M. R. Olsen, *Investment Risk: The Experts' Perspective*, „Financial Analysts' Journal” 1997, 53(2), s. 62-66.

wydają się takie kwestie, jak zbiorowość inwestorów reaguje na informacje i jaki wpływ mają informacje na ceny poszczególnych usług czy instrumentów finansowych<sup>15</sup>.

Obecnie obszar finansów behawioralnych obejmuje co najmniej kilka obszarów badawczych. Są nimi m.in.<sup>16</sup>:

- 1) identyfikacja błędów w sferze poznawczej, w ramach której wyróżnić należy:
  - nadmierną pewność wynikającą z przesadnego zaufania do własnych umiejętności,
  - nierealistyczny optymizm;
  - błąd myślenia typu potwierdzającego;
  - nadmierny konserwatyzm ocen;
  - ignorowanie zasady powrotu do średniej;
  - stawianie na trend;
  - negatywne emocje związane z uzyskaniem gorszego wyniku
- 2) identyfikację obciążeń w sferze motywacyjnej – związaną z faktem, iż inwestorzy nie zawsze kierują się racjonalnymi zasadami, takimi jak zwiększanie dochodu czy zmniejszanie ryzyka. Teoria perspektywy pokazuje, iż wiele podmiotów charakteryzuje się raczej awersją do strat, niż awersją do ryzyka. Oprócz tego, inwestor może kierować się pewnymi preferencjami osobistymi, na przykład preferowanie inwestycji odpowiedzialnych społecznie, czyli na przykład inwestowaniem w spółki przyjazne dla środowiska.

W początkowym okresie rozwoju finansów behawioralnych można było zaobserwować pewnego rodzaju „konkurowanie” między zwolennikami finansów klasycznych, zakładających pełną racjonalność uczestników rynku, a zwolennikami finansów behawioralnych, którzy całkowicie tę racjonalność negują, jednak ostatnio jest coraz więcej zwolenników poglądu, zgodnie z którym klasyczne modele finansów i rozważania prowadzone przez finanse behawioralne mogą się świetnie wzajemnie uzupełniać.

### 3. Behawioralne finanse przedsiębiorstw

Według najbardziej syntetycznego określenia działań i wyborów dokonywanych w podmiotach gospodarczych w odniesieniu do finansów przedsiębiorstw, podmioty

<sup>15</sup> J. Pera, *Wpływ teorii finansów behawioralnych na współczesne zarządzanie ryzykiem*, „Zarządzanie i finanse” 2013, nr 1, cz. 4, s. 411.

<sup>16</sup> K. Jajuga, *Trzydzieści lat współczesnych finansów behawioralnych*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2008, nr 9, s. 48-50.

te gromadzą środki finansowe przez zaciąganie kredytów, emisję papierów komercyjnych, emisję obligacji, emisję akcji lub też generowanie pieniądza z działalności operacyjnej<sup>17</sup>. Środki te są wykorzystywane poprzez podejmowanie projektów inwestycyjnych, zakup środków trwałych, gromadzenie zapasów, zaangażowanie w fuzje i przejęcia lub też wypłatę dywidendy. Celem wszystkich tych działań, w myśl neoklasycznej teorii finansów przedsiębiorstw, jest maksymalizacja rynkowej wartości podmiotu. Działania zmierzające do tej maksymalizacji są konstruowane na podstawie analizy prognozy zdyskontowanych strumieni pieniężnych (*discounted cash flow analysis – DCF*)<sup>18</sup>.

Tradycyjny zakres materiału nauczany w ramach przedmiotów związanych z zarządzaniem finansami przedsiębiorstw dostarcza bogatych technik, które w teorii powinny pomóc menedżerom w podejmowaniu decyzji maksymalizujących wartość spółki. W praktyce jednak różnego rodzaju mankamenty, w tym wywołane przez czynniki natury psychologicznej, powstrzymują często menedżerów od skutecznego wykorzystywania tych technik.

W ramach finansów behawioralnych możliwe jest uzmysłowienie, na czym polegają owe czynniki psychologiczne oddziałujące na menedżerów, które mogą pojawić się w różnego rodzaju obszarach decyzyjnych, w obrębie których zarządzający dokonują wyborów. Podobnie jak konflikty agencji, również zjawiska dostrzegane w ramach finansów behawioralnych mogą powodować, że menedżerowie nie zachowują się w sposób optymalny z punktu widzenia akcjonariuszy.

Według Shefrina istnieją trzy charakterystyczne grupy zjawisk i inklinacji o charakterze psychologicznym, charakterystyczne dla menedżerów zarządzających podmiotami gospodarczymi, a mianowicie<sup>19</sup>:

- 1) predyspozycja do systematycznych błędów wnioskowania, czyli nadmierny optymizm, pewność siebie, selektywna percepcja i błąd afirmacji;
- 2) predyspozycja do heurystyki, czyli reprezentatywność, dostępność, zakotwiczenie oraz heurystykę afektu;
- 3) prezentacji, czyli efekty wynikające z opisu zadania.

Powyższe grupy zjawisk zostały przedstawione w tabeli 3.

---

<sup>17</sup> H. Shefrin, *Behavioral Corporate Finance. Decision that Create Value*, Boston 2007, s. 1.

<sup>18</sup> J. Gajdka, *Behawioralne finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia i koncepcje*, Łódź 2013, s. 35.

<sup>19</sup> H. Shefrin, *Behavioral Corporate Finance...*, op. cit., s. 3.

**Tabela 3.** Skłonności o charakterze psychologicznym charakterystyczne dla menedżerów

Rodzaj skłonności	Charakterystyka
Nadmierny optymizm	Przecenianie częstotliwości, z jaką uzyskiwane będą pozytywne rezultaty, a niedoszacowanie częstotliwości uzyskiwania wyników negatywnych. Może powodować zawyżanie prawdopodobieństwa wystąpienia pożądanego wydarzenia rzadkich oraz zaniżanie niepożądanych. Może on być odpowiedzialny za wiele niepożądanych działań decydenta, m.in. skłonność do zachowań nadmiernie ryzykownych wskutek wiary w zmniejszoną podatność na ich negatywne skutki.
Nadmierna pewność siebie	To przesadna wiara jednostek we własne możliwości. Owo przekonanie dotyczy może własnego charakteru, tężyzny fizycznej czy też możliwości intelektualnych. Tendencja ta jest właściwa zarówno laikom, jak i ekspertom, przy czym ci ostatni często wykazują tendencję do przeszacowywania możliwości sporządzania właściwych prognoz.
Selektywna percepcja i błąd afirmacji	To ograniczone możliwości percepcji informacji lub też celowe unikanie tych informacji, które mogłyby zaburzyć posiadane przez jednostki przekonania lub poglądy.
Błąd kontroli	Polega na subiektywnym przeświadczeniu jednostki, że szansa odniesienia przez nią sukcesu jest niewspółmiernie wysoka w porównaniu z rzeczywistym prawdopodobieństwem.
Heurystyka	To utrwalona zasada postępowania. Najważniejsze w błędy mających swe źródła w heurystyce: <ul style="list-style-type: none"> <li>- heurystyka reprezentatywności polegająca na ocenie stopnia, w jakim próba odpowiada całej populacji, zdarzenie – klasie zdarzeń, określone zachowanie – typowi osobowości, zaś bardziej ogólnie wynik – modelowi;</li> <li>- heurystyka dostępności polegająca na tym, że jednostka tworzy przekonania o prawdopodobieństwie lub częstotliwości zdarzeń na podstawie łatwości przywoływania w myślach stosownych doświadczeń lub konotacji.</li> <li>- heurystyka dostosowania i zakotwiczenia – wyrażająca się tym, iż ludzie estymują wielkości na podstawie początkowo zasugerowanego poziomu – tzw. kotwicy, którą dostosowują odpowiednio do celu dokonania ostatecznej oceny.</li> </ul>
Efekt kadrowania	Polega na tym, że różne formy prezentacji problemu decyzyjnego mają wpływ na dokonywane wybory. Ten sam problem decyzyjny może być bowiem przedstawiony w różny sposób. Menedżerowie często są wrażliwi na sposób, w jaki przedstawiane są problemy decyzyjne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Gajdka, *Behawioralne finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia i koncepcje*, Łódź 2013, s. 37-42.

## Podsumowanie

Finanse behawioralne mają znaczące implikacje dla finansów przedsiębiorstw. Tradycyjne podejście do finansów przedsiębiorstw, realizowane m.in. w ramach zarządzania wartością firmy, które zwraca szczególną uwagę na zwiększenie wartości przedsiębiorstwa, opiera się na trzech podstawowych koncepcjach: racjonalnym

zachowaniu, modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM)<sup>20</sup> oraz efektywnym rynku. Zwolennicy finansów behawioralnych twierdzą, że czynniki natury psychologicznej zakłócają wszystkie te trzy składniki neoklasycznego paradygmatu finansów przedsiębiorstw. Utrzymują oni, że zjawiska natury psychologicznej powodują, iż podejmujący decyzję nie działają racjonalnie, że premia za ryzyko nie jest określana przez wartość współczynnika beta, zaś ceny rynkowe instrumentów finansowych w sposób systematyczny różnią się od ich fundamentalnej wartości.

### Bibliografia

1. Artienewicz N., *Rachunkowość behawioralna jako interdyscyplinarny nurt rachunkowości i społecznych nauk o zachowaniu*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2013, t. 1(127).
2. Cenker A., *Finanse nowoczesne. Wybór refleksji*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2018, nr 533.
3. Gajdka J., *Behawioralne finanse przedsiębiorstw. Podstawowe podejścia i koncepcje*, Łódź 2013.
4. Hlaciuc E., Petris R., *Reflections on the nature of accounting*, „Annals of the Stefan cel Mare” 2010, vol. 10.
5. Jajuga K., *Finanse u progu XXI wieku- nowe wyzwania dla teorii i praktyki. Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku*, „Rynki finansowe” 2006, t. 4.
6. Jajuga K., *Trzydzieści lat współczesnych finansów behawioralnych*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2008, nr 9.
7. Kuciński K., *Ujęcia interdyscyplinarne w naukach ekonomicznych*, [w:] *Metodologia nauk ekonomicznych. Dylematy i wyzwania*, red. K. Kuciński, Warszawa 2010.
8. Manners I., *Normative Power Europe: A Transdisciplinary Approach to European Studies*, [w:] *The SAGE Handbook of European Studies*, ed. Ch. Rumford, London 2009.
9. McGowan F., *The Contrasting Fortunes of European Studies and EU Studies: Grounds for Reconciliation?*, [w:] *The SAGE Handbook of European Studies*, ed. Ch. Rumford, London 2009, vol. 8.
10. Moran J. *Interdisciplinarity*, New York 2002.
11. Nowak M., *Finanse behawioralne jako kierunek analizy racjonalności inwestorów na rynkach finansowych*, „Studia Lubuskie. Prace Instytutu Prawa i Administracji PWSZ w Sulechowie” 2007, nr 3.
12. Olsen M. R., *Investment Risk: The Experts' Perspective*, „Financial Analysts' Journal” 1997, 53(2).
13. OECD, *Interdisciplinarity: Problems of Teaching and Research in Universities*, Paris 1972.
14. Pera J., *Wpływ teorii finansów behawioralnych na współczesne zarządzanie ryzykiem*, „Zarządzanie i finanse” 2013, nr 1, cz. 4.
15. Shefrin H., *Behavioral Corporate Finance. Decision that Create Value*, Boston 2007.
16. *Studia Europejskie. Wyzwania interdyscyplinarności*, red. J. Czeputowicz, Warszawa 2014.
17. Tyszko T., *Psychologia ekonomiczna*, Gdańsk 2003.
18. Warleigh-Lack A., Cini M., *Interdisciplinarity and the Study of Politics*, „European Political Science” 2009, vol. 8.
19. Weber M., Camerer C., *The disposition effect in securities trading: An experimental analysis*, „Journal of Economic Behavior & Organization” 1988, vol. 33(2).

---

<sup>20</sup> Model wyceny aktywów kapitałowych CAPM (z ang.: *Capital Asset Pricing Model*) określa, ile na rynku będącym w równowadze powinna wynosić stopa zwrotu (a pośrednio cena) akcji. Model ten można również nazwać modelem równowagi rynku kapitałowego. Jest on najpopularniejszym modelem przedstawiającym wybór efektywnego portfela inwestycji kapitałowych.

**Behavioural corporate finance as an interdisciplinary strand of neoclassical finance theory**

**Abstract**

Nowadays, we see increasing interconnections between different scientific disciplines. It is becoming increasingly difficult for scholars to practice exclusively within their own field. Economics, finance and related disciplines, in recent years, have made extensive use of theoretical and empirical findings of other social sciences. The aim of this article is to present the issue of behavioural finance, the assumptions of which make it easier to understand what and why makes financial managers choose a particular course of action. Focusing on the tendencies of a psychological nature characteristic of managers that determine their specific behaviour, it is explained how the behaviour of finance professionals can be analysed through the prism of psychology. The article is based on the analysis of the literature on the subject, where the method of source analysis was mainly used.

**Keywords:** behavioural corporate finance, neoclassical finance, interdisciplinarity