

Artykuł nadesłany: 5 marca 2021; Poprawiony: 21 czerwca 2021; Zaakceptowany: 4 lipca 2021

DOI: 10.33119/EEiM.2021.60.3

Moneta, D. (2021). Wpływ zniekształceń heurystycznych na decyzje inwestycyjne podejmowane przez interesariuszy CD Projekt Red w 2020 r. *Edukacja Ekonomistów i Menedżerów*, 60(2), 41–55.

Pobrane z: <https://econjournals.sgh.waw.pl/EEiM/issue/view/299>

Wpływ zniekształceń heurystycznych na decyzje inwestycyjne podejmowane przez interesariuszy CD Projekt Red w 2020 r.

DAWID MONETA

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Celem artykułu jest ukazanie wpływu uproszczonych metod decyzyjnych, zastosowanych przez inwestorów polskiego producenta gier notowanego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W artykule skupiono się na heurystykach – dostępności zakotwiczenia i dostosowania, reprezentatywności – oraz na błędach poznawczych z nich wynikających. Podjęto próbę opisanie i zrozumienia (pod kątem finansów behawioralnych) decyzji, jakie podejmowali interesariusze spółki CD Projekt Red. W artykule odwołano się do przykładów z 2020 r., kiedy wpływ zniekształceń był najbardziej widoczny, a ponadto stanowi lukę poznawczą. Dodatkowo przeprowadzono analizę historycznej oraz obecnej sytuacji przedsiębiorstwa pod kątem strategicznym i wizerunkowym. Artykuł ma charakter teoretyczny.

Słowa kluczowe: heurystyki, błędy poznawcze, decyzje inwestycyjne, CD Projekt Red, *Cyberpunk 2077*

Kody klasyfikacji JEL: G41, D81

Wprowadzenie

Zniekształcenia heurystyczne są pojęciem stosunkowo młodym i niezmiernie interesującym na tle ostatnich wydarzeń. Wiele badań i artykułów poświęcono istotnemu wpływowi uproszczonych metod wnioskowania na decyzje inwestycyjne, jednak w kontekście polskiego rynku kapitałowego wciąż jest to luka badawcza. Ponadto temat wydaje się szczególnie ciekawy z dwóch względów: pandemii COVID-19, która przemodelowała wiele nawyków i preferencji, oraz sytuacji spółki CD Projekt Red. Jest to polski producent gier komputerowych, który może się pochwalić przede wszystkim opracowaniem i produkcją trylogii *Wiedźmin* opartej na twórczości Andrzeja Sapkowskiego. Samo przedsiębiorstwo w ostatnich latach zyskało na popularności, głównie ze względu na sukcesy sprzedażowe dotychczasowych produkcji, ale również za sprawą najnowszego projektu – gry *Cyberpunk 2077*. Spółka jest notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a cena jej akcji może posłużyć za solidny dowód w ocenie sytuacji, która w trakcie 2020 r. diametralnie się zmieniła. Celem artykułu jest przeprowadzenie analizy, jak ewoluowała wartość akcji i czy przyczyniły się do tego zniekształcenia heurystyczne.

Pierwsza część artykułu dotyczy historii samego rynku kapitałowego i baniek spekulacyjnych, które są jego nieodłącznym elementem. Następnie przedstawiono, czym są heurystyki i błędy poznawcze, odwołując się do prac Daniela Kahnemana i Amosa Tversky'ego, podkreślając ich istotę i wkład w rozwój ekonomii behawioralnej. Ostatnia część artykułu to analiza wpływu heurystyk na decyzje, jakie podejmowali inwestorzy CD Projekt Red w związku z wydaniem gry *Cyberpunk 2077*. Wyodrębniono poszczególne zdarzenia i działania samej spółki, które mogły się przyczynić do zadziałania heurystyk. Ponadto skupiono się na sytuacji polskiego przedsiębiorstwa zarówno przed, jak i po premierze gry. Ta okazała się niestety niepowodzeniem, którego skutki można obserwować do dziś.

Ślepa wiara w niekończącą się hossę

Za pierwszą giełdę papierów wartościowych uznaje się the Amsterdam Stock Exchange, na której już w XVII w. zadebiutowała Holenderska Kompania Wschodnioindyjska (Petram, 2011). Mające monopol na działalność kolonialną w Azji przedsiębiorstwo wskazywane jest jako protoplasta spółek akcyjnych, bowiem to właśnie ono emitowało akcje i obligacje ponad 400 lat temu. Prawdopodobnie nikt wówczas nie myślał, że giełda papierów wartościowych będzie odgrywała w przyszłości tak znaczącą rolę. Obecnie niemal każdy może dokonywać transakcji zakupu i sprzedaży

akcji przeróżnych spółek – od globalnych koncernów zajmujących się produkcją kosmetyków i środków higieny jak Procter & Gamble po firmy skupione na podróżach międzyplanetarnych jak notowane na NYSE Virgin Galactic (NYSE, 2021). Wystarczy jedynie rachunek w banku i dostęp do Internetu. Być może jest to jeden z czynników, który spowodował, że giełdy dzisiaj nie są tylko miejscem obrotu papierami wartościowymi. Stały się tematem wielu dyskusji, ale przede wszystkim badań specjalistów z dziedzin nauk psychologicznych i społecznych. Ich nieprzewidywalność niejednokrotnie doprowadziła do załamania na rynkach finansowych, a ze względu na zasięg, tj. międzynarodowy obrót akcjami, kryzysy miały niekiedy charakter globalny. Dlaczego byliśmy świadkami tzw. baniek spekulacyjnych i jakie były ich skutki?

Rozważania na temat anomalii na międzynarodowym rynku kapitałowym należy zacząć przede wszystkim od zdefiniowania hipotezy rynku efektywnego. Stworzona w 1970 r. przez E.F. Fama jest zagadnieniem analizowanym zarówno przez teoretyków ekonomii, jak i praktyków poszukujących najlepszych strategii inwestycyjnych. O ile zrozumiałe wydają się wszelkie dywagacje ekonomistów, inwestorzy skupiają się na hipotezie, ponieważ liczą na ponadprzeciętne zyski w długim okresie (Kamiński, Komorowski, 2010). Jednym z głównych filarów teorii jest założenie, że wszyscy inwestorzy są racjonalni (Lizińska, 2018). Należy to rozumieć w taki sposób, że ich jedynym celem jest wyłącznie maksymalizowanie stopy zwrotu, przy wykorzystaniu np. dostępnych narzędzi matematycznych, niezbędnych do minimalizowania ryzyka niepowodzenia. W praktyce jednak decyzje podejmowane przez inwestorów nie do końca są rozsądne. Można się pokusić o stwierdzenie, że dosyć często wręcz mijają się z założeniem racjonalności wyborów. Jako dobry argument może tu posłużyć mnogość baniek spekulacyjnych, które tak wyraźnie zapisały się na kartach historii rynku kapitałowego. Mimo że pierwsze samonapędzające się procesy występowały już w XVII w. (szczyt tzw. tulipomanii przypadał na lata 1636–1637 – van Doorn, 2010), analiza efektywności rynku zawarta w niniejszym artykule zaczyna się w latach 90. XX w. Przed trzydziestoma laty zaobserwowano ogromny boom inwestycyjny wokół niemal każdej spółki, która choćby w minimalnym stopniu prowadziła działalność związaną z Internetem. Doprowadził on do załamania rynku i ogromnych strat. *Dot-com bubble*, bo tak w literaturze określany jest ten okres euforii panującej na giełdzie, surowo dotknął wtedy większość graczy. Niemal każdy, kto wówczas posiadał rachunek maklerski, ślepo wierzył w niekończące się wzrosty firm związanych z branżą technologiczną. Początków możemy dopatrywać się już w 1992 r., kiedy to rząd Stanów Zjednoczonych postanowił przeznaczyć 30 mld USD na rozwój Internetu. Amerykanie wyciągnięci z marazmu zimnej wojny widzieli w nim ogromny potencjał i niezliczone możliwości, jakie mógł na tamten czas zaoferować. To powodowało, że bez mała każdy inwestor decydował się na zakup akcji

spółek, których działalność skupiała się (niekiedy bardzo szcążtkowo) na rozwoju sieci. Gracze byli dodatkowo zachęceni wyjątkowo niskimi stopami procentowymi (FED, 2021) ustalonymi przez FED, a prasa finansowa była przepełniona takimi nagłówkami jak: „Te akcje spółek internetowych mogły przynieść ci 72% zysku w rok” (Goodnight, Green, 2010). Niestety, takie zachowanie szybko doprowadziło do pęknięcia bańki. Inwestorzy wykazali się przesadnym optymizmem, wierząc, że kolejne firmy będą osiągały sukces zbliżony do Microsoftu. Grono spółek, które na początku lat dwutysięcznych zawiesiły obrót giełdowy, stale się powiększało, a symbolem krachu stał się Pets.com, notowany na NASDAQ. Przedsiębiorstwo zadebiutowało w lutym 2000 r., gromadząc kapitał wysokości 82,5 mln USD, by po niespełna dziewięciu miesiącach złożyć wniosek o upadłość (Matulich, Squires, 2008). W następnych latach świat zmagał się z kolejnymi anomaliami na rynku kapitałowym, jak chociażby globalny kryzys finansowy lat 2007–2009. Wydawać by się mogło, że z wielu pamiętnych przypadków krachów ludzie wyciągną wnioski i nie będą w przyszłości powielali błędów inwestycyjnych. Jak pokazuje historia, niestety tak nie było. Szczególnie dziwi obojętność inwestorów wobec osiągnięć finansów behawioralnych. Przełomowa teoria perspektywy (której następstwem była pierwsza Nagroda Nobla w dziedzinie ekonomii dla psychologa), zdefiniowanie heurystyk, błędów poznawczych czy wiele badań dotyczących sezonowych anomalii rynku kapitałowego – zostały po prostu pominięte. Obecnie, w drugiej dekadzie XXI w. możemy śmiało stwierdzić, że niewiele się zmieniło w tej kwestii. Gracze nadal nie podejmują decyzji racjonalnych. Wskazują na to chociażby ostatnie wydarzenia związane z premierą gry *Cyberpunk 2077* polskiego wydawnictwa CD Projekt Red. Wielu wierzyło w sukces produkcji, ignorując znaki jasno wskazujące na wysokie ryzyko niepowodzenia. Można zatem dostrzec podobieństwo do bańki *dot-com*, należy jednak pamiętać, że krach przełomu XX i XXI w. dotyczył całego sektora (skala makro), natomiast opisywany tu przypadek dotyczy pojedynczego przedsiębiorstwa (skala mikro). W artykule podjęto próbę wskazania, że jedną z determinant niepowodzenia inwestowania w CD Projekt są heurystyki – tak, jak w przypadku bańki *dot-com* (Wheale, Amin, 2010). Szczególny wyraz nadają temu dane liczbowe (początkowo bardzo obiecujące) – *Cyberpunk 2077* to produkcja, której przedsprzedaż na świecie przekroczyła 8 mln egzemplarzy (Bankier, 2020), a kilka godzin po premierze grało w nią łącznie ponad milion graczy (rekord dla rozgrywki jednoosobowej). Mimo że wstępne wyniki napawały ogromnym optymizmem, to finalnie zniekształcenia tak przejawskrawiły rzeczywistą sytuację spółki, że w ciągu kilku dni wartość akcji spadła o ponad 50% (GPW, 2020).

Problematyka uproszczonych metod decyzyjnych

Aby zrozumieć, czym są heurystyki i błędy poznawcze z nich wynikające, należy sięgnąć w pierwszej kolejności do badań przeprowadzonych w latach 70. ub.w. przez Amosa Tversky'ego i Noblistę Daniela Kahnemana. Sam wyraz „heurystyka” wywodzi się z języka greckiego (*heuresis* – odnaleźć, odkryć) i w Encyklopedii PWN jest definiowany jako „umiejętność wykrywania nowych faktów i związków między faktami, zwłaszcza czynność formułowania hipotez (...) prowadząca do poznania nowych prawd naukowych” (Encyklopedia PWN, 2021). W kontekście finansów behawioralnych heurystyka wydawania osądów to pojęcie, które po raz pierwszy ukazało się w artykule *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* Tversky'ego i Kahnemana z 1974 r. Autorzy pisali: „(...) heurystyki ograniczają złożone oceny prawdopodobieństwa i przewidywania wartości do prostszych operacji osądu” (Tversky, Kahneman, 1974). Należy rozumieć je jako swego rodzaju uproszczone wzorce myślenia, które prowadzą do podejmowania decyzji bez próby analizy dostępnych informacji, na których ten wybór powinien być oparty (Wojciszke, 2009). Są to intuicyjne strategie poznawcze, którymi kierują się ludzie, zwłaszcza w sytuacjach niezmiennych (Stemberg, 2011) i często są one niestety zawodne. Kahneman i Tversky wyróżnili trzy główne rodzaje heurystyk, które niewątpliwie odgrywają znaczącą rolę przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym: dostępności, reprezentatywności (zgodności), zakotwiczenia i dostosowania. Pierwsza z nich jest szczególnie ważna w kontekście niniejszego artykułu. Dotyczy ona bowiem sposobu, w jaki jednostki ludzkie dokonują wyborów z wykorzystaniem szacunków wielkości danej kategorii. Autorzy już w 1973 r. zauważyli, że przywołujemy z pamięci przykład poszczególnego wydarzenia, który dotyczy wskazanej kategorii, i jeżeli przychodzi nam to dosyć łatwo i płynnie, przychylamy się do stwierdzenia, że jest to kategoria liczniejsza (Kahneman, 2012). Znajduje to potwierdzenie chociażby w badaniu, które przeprowadził w 1991 r. Norbert Schwarz (wraz z zespołem). Respondenci zostali losowo podzieleni na dwie grupy – pierwsza z nich miała za zadanie przypomnieć sobie dwanaście przykładów swoich asertywnych oraz nieasertywnych zachowań. W przypadku pozostałych uczestników liczba ta była o połowę mniejsza. Następnie badani musieli dokonać oceny własnej asertywności. Wyniki jasno pokazały, że wyżej wartościowali swoją asertywność ci, którzy mieli za zadanie wymienić jedynie sześć przykładów. Respondenci dochodzili bowiem do prostego wniosku – skoro tak trudno jest przypomnieć sobie dwanaście przypadków, kiedy wykazali się nieustępliwością, to z pewnością muszą być w wysokim stopniu nieasertywni (Schwarz, 1991). Kolejny uproszczony model wnioskowania opisywany jest przez autorów jako zniekształcenie, które powstaje na skutek poddawania ocenie przynależności danego

elementu do pewnego zbioru na podstawie tego, czy jest on zbliżony do powszednich dla danego gatunku (Tversky, Kahneman, 1974). Łatwość, z jaką ulegamy heurystyce reprezentatywności, Kahneman i Tversky wykazali w badaniu przeprowadzonym na grupie 114 doktorantów. Przedstawiono im jedynie szkic psychologiczny pewnego mężczyzny i na jego podstawie mieli wybrać, jaki kierunek studiów reprezentuje ów nieznamy, oceniając je według skali: 1 – najbardziej prawdopodobny, 9 – najmniej. Następnym pojęciem, które nie może zostać pominięte w problematyce podejmowania decyzji w sytuacjach niepewnych, jest heurystyka zakotwiczenia i dostosowania. W wielu publikacjach autorzy używają uproszczonych nazw: zakotwiczenie (*anchoring*) i dostosowanie (*adjustment*). Najprościej może ona zostać opisana jako proces, w którym szacowanie danej wartości odbywa się za pomocą pewnej, wcześniej znanej, wartości liczbowej, pasującej (lub nie) do kontekstu sytuacji. Jest to zniekształcenie szczególnie istotne w dobie mass mediów, kiedy ogromne ilości informacji dopływają do ludzi niemal w każdym momencie. Kahneman i Tversky w celu zobrazowania procesu zakotwiczenia i dostosowania przeprowadzili eksperyment dotyczący szacowania z wykorzystaniem ówczesnie zasłyszanych liczb. Badani zostali poproszeni o wskazanie, jaki procent krajów afrykańskich należy do ONZ. Uprzednio każdy respondent kręcił kołem fortuny i losował jedną z dwóch liczb: 10 lub 65. W przypadku osób, u których tarcza pokazała 10, mediana państw będących w składzie ONZ wyniosła ok. 25%, natomiast w drugiej grupie wartość ta wyniosła ok. 45% (Kahneman, 2012). Badani nieświadomie traktowali wylosowane liczby jako kotwice i to właśnie na ich podstawie dokonywali swoich szacunków.

Warto zauważyć, że z naszej dostępności umysłowej wynika wiele błędów poznawczych. Jest to m.in. efekt potwierdzenia (błąd konfirmacji), który wywołany jest działaniem pamięci skojarzeniowej. Selektywnie kwalifikujemy informacje, które potwierdzają dawne oczekiwania lub tezy. Ponadto możemy wyróżnić tzw. efekt świeżości – gdy lepiej analizujemy i przypominamy sobie informacje, które dotarły do nas jako ostatnie. Te chronologicznie najświeższe oddziałują na proces podejmowania decyzji silniej w porównaniu z tymi, które trafiły do nas wcześniej. Warto wspomnieć, że jest również tzw. efekt pewności wstecznej. Będzie on szczególnie interesujący, ponieważ jako jedyny z błędów poznawczych dotyczy wiary w wydarzenia historyczne w kontekście ich następstw. Oceniamy zdarzenia przeszłe jako przewidywalne w znacznie większym stopniu, niż były one w rzeczywistości. Nałogowo przeceniamy własne umiejętności domniemywania, jaki był przebieg zdarzeń, gdy jest on już nam całkowicie znany (Jaworska, 2016). W dalszej części tekstu został opisany również efekt aureoli, który odpowiada w głównej mierze za automatyczne przypisywanie cech podmiotowi jedynie na podstawie pierwszego wrażenia.

Zniekształcenia heurystyczne interesariuszy CD Projekt Red

Analizę procesu podejmowania decyzji przez inwestorów, którzy postanowili powiększyć swoje portfele inwestycyjne o akcje CD Projekt Red, należy zacząć od 2013 r. To wtedy bowiem ukazały się pierwsze zapowiedzi produkcji (Jankowski, 2013). Gra od początku miała ogromny potencjał, ponieważ jej preprodukcja zaczęła się już w 2016 r., kiedy to zakończono prace nad dodatkiem do trzeciej części *Wiedźmina*. Owo dzieło, będące wirtualną kontynuacją historii napisanej przez Andrzeja Sapkowskiego, jest bezprecedensowym przykładem sukcesu polskiego producenta. Seria gier, opowiadających o przygodach Geralta z Rivii, w pierwszym kwartale 2020 r. przekroczyła sprzedaż na poziomie 50 mln egzemplarzy, zapewniając tym samym CD Projekt Red przychody w wysokości prawie 193 mln PLN (250% wyższe niż w analogicznym okresie) (Gnaś, 2020). Warto podkreślić, że nawet ranking *The Washington Post*, który oceniał prezenty otrzymane przez byłego prezydenta Stanów Zjednoczonych Baracka Obamę w trakcie jego wizyt zagranicznych i uplasował edycję kolekcjonerską gry *Wiedźmin 2* na ostatnim, tj. 274., miejscu (Bump, 2014), nie zniechęcił Amerykanów do sięgnięcia po zakup kolejnej części trzy lata później. Tak dobre wyniki sprzedażowe z pewnością napawały optymizmem wszystkich interesariuszy spółki, którzy bacznie przyglądali się zapowiedziom *Cyberpunka 2077*. Prace cały czas postępowały, CD Projekt Red nieustannie zaskakiwał graczy swoimi akcjami marketingowymi i działalnością w social mediach. Publikowane wizualizacje czy wyraziste opisy rozgrywki jedynie zwiększały apetyt interesariuszy. Możemy się pokusić nawet o stwierdzenie, że wartość akcji spółki w okresie 2015–2020 uzależniona była tylko od przyszłego sukcesu produkcji. Momentem przełomowym dla notowań spółki był 9 czerwca 2019 r. W trakcie corocznych targów Electronic Entertainment Expo (E3) pokazano fragment rozgrywki, a cała prezentacja zakończona była przemową znanego aktora, Keanu Reevesa, który zapowiedział datę premiery oraz potwierdził swój udział przy tworzeniu gry (jedna z głównych postaci w rozgrywce). Cena akcji CD Projekt Red w ciągu jednej doby wzrosła o prawie 8% (GPW, 2020), a tendencje wzrostowe mogliśmy obserwować już niemal do końca 2020 r. (z wyłączeniem spadku cen w marcu 2020 r., spowodowanego globalną pandemią COVID-19) (rysunek 1).

W mediach społecznościowych nie sposób było nie natknąć się na jakąkolwiek wzmiankę o najnowszej produkcji polskiego studia. Dział marketingu nie zwalniał, regularnie dostarczając coraz bardziej ekstrawaganckich materiałów promocyjnych, które tylko podbijały ceny akcji. Cała społeczność nie tylko graczy, ale także inwestorów była skupiona na jednym – czy rozgrywka spełni tak rozbudzone oczekiwania?

Rysunek 1. Notowania CD Projekt Red w okresie 30.05.2019–8.01.2021



Źródło: <https://stooq.pl/q/?s=cdr&c=2y&t=1&a=ln&b=0> (dostęp: 31.01.2021).

W kategorii popularności bito kolejne rekordy, a świat z niecierpliwością wyczekiwał 10 grudnia 2020 r. Cena akcji nieustannie rosła. W szczytowym momencie kapitalizacja spółki wyniosła 47 mld PLN, wyprzedzając takich gigantów z sektora bankowego jak Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski (Kucharczyk, 2020). Coraz więcej ludzi decydowało się na zainwestowanie w polskiego producenta gier, niekiedy powiększając stale swoje udziały – wiadomo powszechnie, że apetyt rośnie w miarę jedzenia. Kiedy jednak gra została udostępniona recenzentom chwilę przed światową premierą, ci nie kryli swojego rozczarowania. Społeczność graczy nie mogła uwierzyć własnym oczom. *Cyberpunk 2077* okazał się niedopracowany, Internet zalała fala negatywnych recenzji i artykułów, z których jasno dało się wyczytać, że najnowsza produkcja „Redów” (tak potocznie nazywany jest CD Projekt Red) jest po prostu „niegrzywalna” (Łęcka, 2020). Jak można się było spodziewać, reakcją na niekorzystny odbiór gry były gigantyczne spadki na polskiej GPW. W niespełna dwa tygodnie po światowej premierze cena akcji polskiego producenta spadła o ponad 39% (GPW, 2020), spędzając sen z powiek tym wszystkim, którzy tak ślepo wierzyli w nieprzerwaną passę sukcesów. CD Projekt zapowiedział na swoich oficjalnych profilach w portalach społecznościowych, że przyjmie każdy zwrot zakupionej gry niezależnie od przyczyny i pokryje 100% wydatku (Cygala, 2020). Przeciwno „Redom” wytoczono pozew zbiorowy dotyczący wprowadzania inwestorów w błąd (Rydzek,

2020), a Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów zaczął się przyglądać postępowi poprawek, jakie spółka obiecała graczom w związku z licznymi skargami dotyczącymi rozgrywki. Czy jednak w ciągu całego 2020 r. nie odbierano żadnych sygnałów, które mogłyby nieco ostudzić zapał inwestorów? W jakie pułapki z zakresu finansów behawioralnych (a dokładnie zniekształceń heurystycznych i błędów poznawczych) dali się złapać? I czy w ślepej wierze w kolejny sukces była jakaś odrobina racjonalizmu? Próba odpowiedzi na te pytania znajduje się w dalszej części tekstu.

Gdy odwoływano się do definicji zniekształceń i błędów poznawczych, jako pierwsza została zobrazowana heurystyka dostępności. Kolejność ta nie była przypadkowa, ponieważ to właśnie ona w największym stopniu doprowadziła do załamania cen akcji spółki. Na stronie CD Projekt (CD Projekt, 2021), w akapicie o dokonaniach przedsiębiorstwa są wymieniane jedynie dobrze kojarzone nam tytuły, a właściwie jeden – wydany jako trylogia. Seria gier *Wiedźmin* jest oparta na książkach autorstwa Andrzeja Sapkowskiego i niewątpliwie przyczyniła się do wzrostu rozpoznawalności (również na arenie międzynarodowej) polskiego producenta – 35 tys. zakupionych egzemplarzy w ciągu trzech pierwszych dni po premierze. Kolejne części osiągały jeszcze lepsze wyniki sprzedażowe i zbierały bardzo dobre recenzje. CD Projekt Red nieprzerwanie pracował na swoją renomę, aby stać się jednym z najbardziej rozpoznawalnych deweloperów i móc dzielić pozycję z takimi gigantami jak chociażby Rockstar Games. Należy zauważyć, że amerykańska spółka wydała 46 tytułów, działając od 1998 r. Dla porównania, polski deweloper (rozpoczynając działalność cztery lata wcześniej), mógł się pochwalić jedynie pięcioma pozycjami w swoim portfolio. Być może nie jest to dobre kryterium zestawiania ze sobą dwóch odmiennych spółek. Można jedynie obiektywnie ocenić, że ustalanie strategii odbywało się wg powszechnej zasady „nie ilość, a jakość”. I o ile do momentu premiery trzeciej części *Wiedźmina* (2015 r.) okazało się to być świetnym scenariuszem, o tyle w przypadku *Cyberpunka 2077* możemy się pokusić o dosyć skrajne stwierdzenie, że polski producent niestety wykazał się ślepą, niczym nieuzasadnioną, wiarą w sukces (która znajdowała poparcie w dotychczasowych dokonaniach). W 2020 r. można było zaobserwować wiele znaków, które wskazywały na możliwe niepowodzenie gry. Zaliczyć do nich należy: trzykrotne przekładanie daty premiery, wywiady z deweloperami, niejednokrotnie mylącymi się w swoich wypowiedziach dotyczących rozgrywki, czy chociażby nieprzypadkowe dostarczanie recenzentom wydań komputerowych (a nie konsolowych) w celu uzyskania lepszych opinii (Ostruszka, 2020). Dlaczego zatem znacząca większość interesariuszy była nadal pewna sukcesu? Odpowiedzią może być właśnie heurystyka dostępności, która po raz kolejny spowodowała zakrzywienie rzeczywistej sytuacji podmiotu w oczach inwestorów. Przypisywano zbyt wysokie prawdopodobieństwo zdarzeniu, po którym akcje CD Projekt będą jeszcze droższe, niemal całkowicie zapominając o możliwym niepowodzeniu. Wydaje się to zrozumiałe, ponieważ

łatwiej było przywołać do świadomości międzynarodowe triumfy polskiego producenta niż jakiegokolwiek słowa krytyki padające w jego stronę. Szanse na sukces były oceniane na o wiele bardziej prawdopodobne, ponieważ jak już wcześniej wspomniano – gracze z łatwością przypominali sobie chociażby o serii gier *Wiedźmin*. Większość interesariuszy najzwyczajniej uznawało zdarzenie przeciwne za niemożliwe. Zapół został szybko ostudzony przez pierwsze recenzje, a u inwestorów zaobserwowano jeden z błędów poznawczych, jakim jest efekt pewności wstecznej. Udziałowcy CD Projekt Red, jak sami przyznawali *post factum*, byli niemal pewni, że gra nie spełni oczekiwań, a w mediach natychmiast pojawiło się wiele wywiadów z samymi pracownikami spółki, którzy jednogłośnie podkreślali, że premiera powinna się odbyć zdecydowanie później (Puls Biznesu, 2021). Z przykrością należy stwierdzić, że jedyne, na co pozostało im liczyć, to sytuacja, w której cena akcji odbije się od dna.

Niestety rzadko kiedy w przypadkach tak głośnych jak analizowane załamania cen akcji polskiego producenta gier komputerowych wyróżnia się tylko jeden z uproszczonych modeli myślenia, który był odpowiedzialny za liczne straty uczestników rynku kapitałowego. Warto zatem przeanalizować również heurystykę zakotwiczenia i dostosowania. Odwołując się do jej definicji, należy ją rozumieć jako uproszczone wnioskowanie oparte na przekonaniu o dowolnej informacji w taki sposób, aby móc wydać osąd. Z samego zniekształcenia wynika wiele błędów poznawczych, jednak w kontekście CD Projekt należy się skupić na efekcie halo – nazywanym często również efektem aureoli, który w psychologii jest definiowany jako tendencja do automatycznego przypisywania cech osobowości (Foryś, 2013). Mimo że zazwyczaj odnosi się on jedynie do osób, możemy również dostrzec analogię w przypadku przedsiębiorstw. Efekt halo jest często wykorzystywany przez spółki, ponieważ mogą one ograniczyć negatywny wpływ zdarzeń na wizerunek firmy. W przypadku polskiego producenta to zjawisko jest szczególnie widoczne w komunikacie, który był wystosowywany przy zmianie terminu premiery gry: „Gra jest kompletna i można ją przejść od początku do końca, czeka nas jednak jeszcze wiele pracy (...). Chcemy, aby *Cyberpunk 2077* był ukoronowaniem naszej pracy (...). Dzisiejsza decyzja da nam kilka cennych miesięcy, których potrzebujemy, by gra mogła zasłużyć na miano doskonałej” (CD Projekt, 2020). Efekt halo w powyższym przekazie wydaje się dosyć skuteczny, ponieważ wizerunek CD Projektu pozostał wówczas niezmienny. Efekt aureoli nie tylko uchronił spółkę przed falą krytyki związaną ze zmianą daty premiery, ale również umocnił wiarę w przyszły sukces wszystkich tych, do których wypowiedź prezesa zarządu spółki, Adama Kicińskiego, była zaadresowana. Dosyć dobitnie przecież podkreślono, jak ważna jest dla twórców rozgrywka i dopracowanie najmniejszych detali produkcji. Nie ma zatem wątpliwości, że kolejny raz inwestorzy stali się ofiarami złudzeń heurystycznych i dali się złapać się w pułapkę potwierdzania – wyszukiwano informacje, które jedynie potwierdzały ich subiektywne przekonania, a dane,

które temu zaprzeczały, jak chociażby przyjęcie pozycji krótkiej przez Melvin Capital Management (Wierciszewski, 2020) – były najzwyczajniej ignorowane.

Ostatnim analizowanym zniekształceniem jest heurystyka reprezentatywności, której wpływ jest również wyraźny. Ta uproszczona metoda wnioskowania jest spowodowana doszukiwaniem się analogii za sprawą częściowego podobieństwa do przypadku charakterystycznego (reprezentatywnego), który jest dobrze znany. Jako ta ułamkowa wspólność mogła posłużyć rola Keanu Reevesa w reklamowaniu gry oraz jego udział w samej fabule. Na podstawie dotychczasowych dokonań aktora (107 filmów, wśród nich takie kultowe tytuły jak *Matrix*, *Speed*, *47 Roninów* czy *John Wick*) i oceny wynoszącej 92 na 100 możliwych do zdobycia punktów w najbardziej znanej bazie danych IMBD (2021), wnioskowano, że celebryta nie podjąłby się udziału w miernej produkcji. To zresztą wynikało jasno z wypowiedzi samego aktora w wywiadzie udzielonym *IGN* „Pokazali mi, na czym ma polegać gra, kim jest moja postać i jakie ma znaczenie w całej rozgrywce. I wiecie co? To brzmiało genialnie” (*IGN*, 2019). Wokół historii opisanej w grze tworzono legendy, w końcu odtwórca tak głęboko zakorzenionej w popkulturze postaci jak Neo, jest jednym z głównych protagonistów w produkcji polskiego studia. Nieustannie podkreślano obfitość wyborów, jakie może podejmować gracz, i wskazywano, jak bardzo rozbudowana jest fabuła. Tylko niewielka część wszystkich zainteresowanych zauważyła, że liczba godzin wątku głównego w *Cyberpunku 2077* jest trzy razy mniejsza niż w przypadku poprzednika wypuszczonego przez Redów.

Podsumowanie

Obecnie finanse behawioralne odgrywają znaczącą rolę przy każdej próbie podjęcia analizy działań na rynku kapitałowym. W bardzo bezpośredni i często bezparadonowy sposób podważają jeden z filarów teorii rynku efektywnego – racjonalność jego uczestników. Wiele badań empirycznych przeprowadzonych na przestrzeni lat i ich wyniki wskazują jasno – człowiek bardzo rzadko minimalizuje ryzyko, wielokrotnie nie analizuje możliwych scenariuszy, a niekiedy nawet jego wybór jest kwestią przypadku. Dodatkowo wszyscy są podatni na liczne bodźce, które tylko pozornie utwierdzają nas w błędnym przekonaniu, że postępujemy racjonalnie. Niestety skala działań nieprzemyślanych jest wciąż duża, choć sama giełda jest przecież oswojona z pracami i odkryciami behawiorystów już od ponad 50 lat. Za dobry argument potwierdzający skłonności do decyzji nieracjonalnych powinna posłużyć historia przedstawiona w artykule.

Zdecydowano się na opis zniekształceń heurystycznych i błędów poznawczych, ponieważ były one nieodłącznym elementem wyborów podejmowanych przez

uczestników rynku kapitałowego. Główną determinantą decyzji była przede wszystkim ich złożoność oraz świadomość, że w okresie nieustannej niepewności są one szczególnie obecne w sferze ekonomiczno-społecznej. Wnioski dotyczące nieracjonalnych decyzji podejmowanych przez ludzi, które wysnuli Tversky i Kahneman prawie 40 lat temu, są adekwatne także do obecnej sytuacji na globalnym rynku kapitałowym. Inwestorzy ponownie wykazali się ślepą wiarą w sukces, tym razem pokładając nadzieje w najnowszej produkcji polskiego dewelopera. Przesadny optymizm spowodował nie tylko ogromne straty finansowe samych interesariuszy. Wizerunek spółki także mocno ucierpiał. Wiele osób nie dostrzegało bądź ignorowało sygnały, które mogły wskazywać na ewentualne niepowodzenie gry *Cyberpunk 2077*. Nadmierna pewność siebie i zastosowanie licznych uproszczonych metod wnioskowania doprowadziły niekiedy wręcz do gloryfikowania CD Projekt. Sytuacja przedsiębiorstwa pod kątem jego kapitalizacji na przełomie 2020 i 2021 r. powinna być kolejną, cenną lekcją dla wszystkich, którzy tworzą rynek kapitałowy.

Bibliografia

- Bankier (2020). *Zamówienia cyfrowe to 74 proc. preorderów "Cyberpunk 2077"*. <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Zamowienia-cyfrowe-to-74-proc-preorderow-Cyberpunk-2077-CD-Projekt-opis2-8017932.html>, 4.01.2021.
- Bump, P. (2014). *All 274 Gifts Given to Barack Obama between 2009 and 2012, Ranked*. <https://www.washingtonpost.com/news/the-fix/wp/2014/08/04/every-gift-given-to-barack-obama-between-2009-and-2012-ranked/>, 4.01.2021.
- CD Projekt (2021). *Historia grupy kapitałowej*. <https://www.cdprojekt.com/pl/grupa-kapitalowa/historia/>, 6.01.2021.
- CD Projekt (2020). *Telekonferencja dot. zmiany daty premiery gry Cyberpunk 2077*. <https://www.cdprojekt.com/pl/wp-content/uploads-pl/2020/01/transkrypt-pl.pdf>, 6.01.2021.
- Cygal, W. (2020). *CD Projekt RED zapłaci za zwroty Cyberpunk 2077 z własnej kieszeni*. <https://pl.ign.com/cyberpunk-2077/36529/news/cd-projekt-red-zaplaci-za-zwroty-cyberpunk-2077-z-wlasnej-kieszeni>, 6.01.2021.
- FED (2021). *Open Market Operations Archive*. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket_archive.html, 18.02.2021.
- Foryś, M. (2013). *Metody diagnozowania uzdolnień uczniów. Diament – Dostrzec i Aktywizować Możliwości, Energię, Talenty*, 54.
- Gnaś, K. (2020). *CD Projekt Group Q1 2020 Earnings Presentation*. https://www.cdprojekt.com/pl/wp-content/uploads-pl/2020/05/cd-projekt_earnings-presentation_q12020-1.pdf, 4.01.2021.
- Goodnight, G.T., Green, S. (2010). *Rhetoric, Risk, and Markets: The Dot-Com Bubble*. *Quarterly Journal of Speech*, 96(2), 115–140.

- GPW (2020). *Notowania CD Projekt RED w 2020 roku*. <https://www.gpw.pl/spolka?isi-n=PLOPTTC00011#quotationsTab>, 4.01.2021.
- Heurystyka (2021). W: *Encyklopedia Powszechna PWN*. <https://encyklopedia.pwn.pl/haslo/heurystyka;4008452.html>, 4.01.2021.
- IGN (2019). *Keanu Reeves opowiada o tym co najlepsze w Cyberpunk 2077 – E3 2019*. https://www.youtube.com/watch?v=ek-5vIz_gDw&feature=emb_title, 31.01.2021.
- IMBD (2021). *Keanu Reeves Filmography*. <https://www.imdb.com/name/nm0000206>, 31.01.2021.
- Jankowski, Z. (2013). *Pierwszy zwiastun Cyberpunk 2077*. <https://www.eurogamer.pl/articles/2013-01-10-pierwszy-zwiastun-cyberpunk-2077>, 4.01.2021.
- Jaworska, E. (2016). *Poznawcze aspekty formułowania sądów i podejmowania decyzji w rachunkowości behawioralnej – wybrane zagadnienia*. *Prace Naukowe Uniwersytetu Wrocławskiego*, 9, 51–60.
- Kamiński, J., Komorowski, J. (2010). *Hipoteza rynku efektywnego w chaosie rzeczywistości gospodarczej*. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie*, 97, 9–11.
- Kucharczyk, K. (2020). *Stało się: CD Projekt większy od PKO BP*. <https://www.parkiet.com/Technologie/304029870-Stalo-sie-CD-Projekt-wiekszy-od-PKO-BP.html>, 6.01.2021.
- Lizińska, J. (2018). *Anomalie rynkowe na polskim rynku kapitałowym w ujęciu empirycznym*. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2(92), 269.
- Łęcka, I. (2020). *Cyberpunk 2077 jest „niegrzalny” na PS4 i Xbox One, więc Sony i Microsoft zwracają pieniądze*. <https://www.ppe.pl/news/152642/cyberpunk-2077-ps4-xbox-zwroty.html>, 6.01.2021.
- Matulich, E., Squires, K. (2008). *What A Dog Fight! TKO: Pets.com*. *Journal of Business Case Studies (JBBS)*, 4, 5.
- NYSE (2020). *Notowania Virgin Galactic Holdings, Inc. w 2020 roku*. <https://www.nyse.com/quote/XNYS:SPCE>, 18.02.2021.
- Ostruszka, Ł. (2020). *Kubel zimnej wody dla “Cyberpunka 2077”. Recenzenci bezlitośnie wypunktowali grę*. <https://wyborcza.biz/biznes/7,177150,26601167,kubel-zimnej-wody-dla-cyberpunk-2077-recenzenci-bezlitosnie.html?disableRedirects=true>, 6.01.2021.
- Petram, L. (2011). *The World’s First Stock Exchange: How the Amsterdam Market for Dutch East India Company Shares Became a Modern Securities Market, 1602–1700*. Amsterdam: University of Amsterdam.
- Puls Biznesu (2020). *Cyberpunk: to musiało się tak skończyć*. <https://www.pb.pl/cyberpunk-to-musialo-sie-tak-skonczyc-1105754>, 6.01.2021.
- Rydzek, D. (2020). *Pozwy zbiorowe przeciwko CD Projekt. „Lekkomyślne lekceważenie prawdy”*. <https://tvn24.pl/biznes/ze-swiata/cyberpunk-2077-pozwy-zbiorowe-przeciwko-cdprojekt-4785487>, 6.01.2021.
- Schwarz, N., Bless, H., Strack, F., Klumpp, G., Rittenauer-Schatka, H., Simons, A. (1991). *Ease of Retrieval as Information: Another Look at the Availability Heuristic*, *Journal of Personality and Social Psychology*, 61(2), 195–202.

- Stemberg, R. (2011). *Psychologia poznawcza*. Warszawa: WSiP, 55.
- Tversky, A., Kahneman D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, *New Series*, 185(4157), 1124–1131.
- Wheale, P.R., Amin, L.H. (2010). Bursting the dot.com “Bubble”: A Case Study in Investor Behaviour. *Technology Analysis & Strategic Management*, 15(1), 126.
- Wierciszewski, M. (2020). *Obstawiali porażkę Cyberpunka 2077. Zarobili miliony*. <https://businessinsider.com.pl/finanse/cd-projekt-fundusz-hedgingowy-melvin-zarobil-na-przecenie-akcji-okolo-70-mln-zl/qj5tfgr>, 31.01.2021.
- Wojciszke, B. (2009). *Człowiek wśród ludzi. Zarys psychologii społecznej*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Scholar, 247–249.
- van Doorn, L. (2010). *Research Report: Tulip Mania*. Paris: HEC Paris, 19.

Abstract

The Impact of Heuristics on Investment Decision Made by CD Projekt Red Stakeholders in 2020

The main purpose of this article is to indicate the role of heuristics in decision making process of CD Projekt Red S.A. stakeholders in 2020. This paper analyses and describes the way of creating a distorted image of Polish video game developer and refers to the efficient-market hypothesis to emphasize the irrationalism of investors. By the brief characterization of heuristics and their historical background, they were indicated as one of the possible reasons for the decrease in CDR share prices at the end of 2020. In this article the past and current financial and reputational situation of the Polish company was analysed, focusing especially on last two years. CD Projekt Red presently struggles with an enormous criticism following the release of *Cyberpunk 2077*, which is fractionally caused by the scale of the estimated losses of individual investors. Their investment decisions presumably were heuristics-driven and it was additionally accelerated by their overconfidence and exaggerated optimism about possible future success. The *Cyberpunk 2077* setback is an adequate example that the role of behavioural finance is still significant nowadays.

Keywords: heuristics, cognitive biases, investment decisions, CD Projekt Red, *Cyberpunk 2077*

Dawid Moneta

Absolwent studiów licencjackich w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie na kierunku Globalny biznes, finanse i zarządzanie (*Governance*) ze specjalizacją finanse międzynarodowe. Autor pracy licencjackiej *Behawioralne aspekty inwestowania*

– *problem nadmiernej pewności siebie przy podejmowaniu decyzji w sytuacjach niepewnych*. Kontynuuje naukę w SGH na kierunku menedżerskim ze specjalizacją menedżer w strategicznym rozwoju przedsiębiorstwa. Od ponad roku związany z branżą audytorską (uczestnictwo w badaniu jednostkowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych największych polskich spółek notowanych na GPW oraz międzynarodowych koncernów). Obszary zainteresowań to w szczególności finanse behawioralne, ale także szeroko rozumiane działania na rzecz zrównoważonego rozwoju czy polityka przedsiębiorstw w budowaniu *Corporate Social Responsibility*.
e-mail: dm77740@student.sgh.waw.pl

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9170-2005>