

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 449

Ekonomia



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Joanna Świrska-Korłub, Jadwiga Marcinek

Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronach internetowych

www.pracnaukowe.ue.wroc.pl

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons

Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2016

ISSN 1899-3192

e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-616-9

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:

Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław

tel./fax 71 36 80 602; e-mail: econbook@ue.wroc.pl

www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Piotr Adamczewski: Organizacje inteligentne w rozwoju społeczeństwa wiedzy / Intelligent organizations in the development of knowledge society	13
Maciej Banasik: Siła demokracji a władza finansjery na przykładzie kryzysu w Grecji / The strength of democracy vs. the power of high finance on the example of the crisis in Greece	23
Paweł Białynicki-Birula, Łukasz Mamica: Uwarunkowania i efekty polityki przemysłowej w świetle neoweberowskiej koncepcji państwa / Determinants and effects of industrial policy in the context of the neoweberian state model	40
Jan Borowiec: Integracja handlowa jako determinanta synchronizacji cykli koniunkturalnych w strefie euro / Trade integration as a determinant of business cycles synchronization in the Euro Area	52
Malgorzata Bułkowska: Potencjalny wpływ bilateralnych umów handlowych na wzrost gospodarczy UE – przewidywane skutki dla polskiego sektora rolno-spożywczego / Potential impact of the bilateral trade agreements on the economic growth in the EU – expected consequences for the Polish agri-food sector	61
Sławomir Czetwertyński: Produkcja partnerska a nieformalny obrót cyfrowymi dobrami informacyjnymi / Peer production vs. informal distribution of digital information goods	72
Ireneusz Dąbrowski: Mechanizmy sprzężeń zwrotnych i ujęcie cybernetyczne w ekonomii / Feedbacks and cybernetic coverage in economics	86
Tomasz Dębowski: Polityka regionalna Unii Europejskiej w Polsce – teraźniejszość i przyszłość / Regional policy of the European Union in Poland – present and future	96
Wirginia Doryń: Innowacyjność sektora niskiej techniki w krajach Unii Europejskiej – analiza porównawcza / Innovation of the low technology sector in the European Union – a comparative analysis	109
Karolina Dreła: Prekariat – kierunki zmian i wpływ na rynek pracy / Precariat – directions of changes and impact on the labour market	118
Monika Fabińska: Droga kobiet do sukcesu biznesowego w dobie polityki równych szans / Women’s road to business success in the era of equal opportunities policy	130

Maria Fic, Daniel Fic, Edyta Ropuszyńska-Surma: Społeczno-ekonomiczne ograniczenia rozwoju gospodarczego Polski w kontekście pułapki średniego dochodu / Socio-economic constraints of the Polish economic growth in context of the middle-income trap	142
Paweł Głodek: Proces komercjalizacji wiedzy a struktury uczelni wyższej – ujęcie modelowe / Process of knowledge commercialization and university organisational units – model approach.....	155
Aleksandra Grabowska-Powaga: Uwarunkowania kształtowania kapitału społecznego – odniesienia do Polski / Factors that influence social capital – references to Poland.....	169
Alina Grynia: Poziom oraz struktura finansowania działalności badawczo-rozwojowej na Litwie na tle pozostałych krajów UE / Level and structure of investment in research and development in Lithuania in comparison with other countries	177
Mariusz Hamulczuk, Jakub Kraciuk: Procesy globalizacji a wzrost gospodarczy w krajach europejskich / Globalisation processes vs. economic growth in the European countries	191
Anna Horodecka, Liudmyła Vozna: The vulnerability of the labor market as the effect of the human motivation to work / Wrażliwość rynku pracy jako skutek motywacji człowieka do pracy	207
Agata Jakubowska: Instytucjonalne podłoże relacji podmiotów funkcjonujących na rynku / Institutional background of relations between entities on the market	216
Ewa Jaska: Uwarunkowania makroekonomiczne rozwoju rynku reklamy medialnej w Polsce / Macroeconomic conditions for the development of media advertising market in Poland	224
Michał Jurek: Społeczna odpowiedzialność biznesu – ewolucja koncepcji i jej znaczenia / Corporate social responsibility – evolution of the concept and its importance.....	234
Renata Karkowska, Igor Kravchuk: Struktura inwestorów na GPW w Warszawie w kontekście zmian makroekonomicznych i rynkowych / Structure of investors in the Warsaw Stock Exchange in the context of macroeconomic and market changes.....	246
Grażyna Karmowska: Analiza i ocena poziomu ekoinnowacji w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej / Analysis and assessment of the level of eco-innovation in the new member countries of the European Union	257
Dariusz Kielczewski: Racjonalność człowieka gospodarującego w ujęciu koncepcji <i>homo sustinens</i> / Rationality of managing man in the concept of <i>homo sustinens</i>	269

Krystyna Kietlińska: Rola powiatowych urzędów pracy w przeciwdziałaniu bezrobociu w Polsce / The role of district labour offices of work in counter-acting unemployment in Poland	277
Aneta Kisiel: Kształtowanie kapitału ludzkiego – wybrane problemy / Human capital shaping – selected issues	289
Dariusz Klimek: Funkcja ekonomiczna imigracji na polskim rynku pracy / The economic function of immigration on the Polish labor market	300
Paweł Kocoń: Zarządzanie informacją – utajnianiem i ujawnianiem – jako funkcja zarządzania publicznego / Managing the information – encryption and disclosure – as public management functions	310
Anna Kozłowska, Agnieszka Szczepowska-Flis: Weryfikacja hipotezy schumpeterowskiej w kontekście rodzajowej struktury wdrażanych innowacji / Verification of Schumpeterian hypothesis in the context of generic structure of innovations	319
Anna Kozłowska, Agnieszka Szczepowska-Flis: Wpływ wybranych warunków działalności gospodarczej na aktywność innowacyjną przedsiębiorstw / Influence of chosen conditions of economic activity on innovation activity of enterprises	329
Joanna Kudelko: Nowy paradygmat rozwoju w realizacji polityki spójności / New paradigm of development in the implementation of cohesion policy	340
Wojciech Leoński: Rola państwa i instytucji rządowych w promowaniu koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu w Polsce / The role of the state and government agencies in promoting the concept of corporate social responsibility in Poland	350
Renata Lisowska: Kształtowanie przewagi konkurencyjnej małych i średnich przedsiębiorstw poprzez wykorzystanie wzornictwa przemysłowego – doświadczenia województwa wielkopolskiego / Shaping the competitive advantage of small and medium-sized enterprises through the use of industrial design – experience of the Wielkopolskie Voivodeship	358
Irena Łącka: Wkład uczelni i instytutów badawczych w ochronę własności przemysłowej w Polsce w latach 2009-2014 / Input of universities and research institutes on the protection of industrial property in Poland between 2009 and 2014	368
Agnieszka Malkowska: Eksport województwa zachodniopomorskiego – charakterystyka i znaczenie dla regionu / Exports in Zachodniopomorskie Voivodeship – profile and significance for the region	381
Natalia Mańkowska: Usługi e-administracji a konkurencyjność międzynarodowa w wymiarze instytucjonalnym / E-government services and institutional competitiveness	392
Grażyna Michalczuk, Julita Fiedorczyk: Kapitał intelektualny kraju (NIC) – konceptualizacja podejść / National intellectual capital (NIC) – the conceptualization of approach	402

Michał Michorowski, Artur Pollok, Bogumiła Szopa: Przeobrażenia w sferze dochodów gospodarstw domowych w Polsce według grup społeczno-ekonomicznych w latach 1993-2014 / Transformations in household incomes in Poland by socioeconomic groups in 1993-2014	412
Dorota Milek: Przestrzenne zróżnicowanie innowacyjności polskich regionów / Spatial diversity of Polish regions innovativeness	424
Bogumiła Mucha-Leszko: Przyczyny słabego ożywienia koniunktury gospodarczej w strefie euro w świetle hipotezy o nowej sekularnej stagnacji / Causes of the Eurozone's slow economic recovery in the light of new secular stagnation hypothesis	436
Rafał Nagaj: Działania zbiorowe i na rzecz innych – analiza porównawcza polskich, litewskich i hiszpańskich studentów / Collective actions and helping others – comparative analysis of Polish, Lithuanian and Spanish student)	450
Paulina Nowak: Regionalne zróżnicowania poziomu nasycenia w ośrodki innowacji i przedsiębiorczości / Regional variation in the level of saturation in the centers of innovation and entrepreneurship	462
Robert Pietrzykowski: Rozwój gospodarczy państw Europy Środkowej i Wschodniej jako członków Unii Europejskiej / Economic development of countries of Central and Eastern Europe as members of the European Union	476
Elżbieta Pohulak-Żołędowska, Arkadiusz Żabiński: Wykorzystanie idei otwartych innowacji we współczesnych gospodarkach / Open innovation concept in contemporary economies	487
Gabriela Przesławska: Otoczenie instytucjonalne jako czynnik międzynarodowej konkurencyjności kraju oraz inkluzywnego wzrostu / Institutional environment as a factor of country's international competitiveness and inclusive growth.....	498
Malgorzata Raczkowska: Jakość życia w krajach Unii Europejskiej / Quality of life in the European Union	511
Anna Rutkowska-Gurak: Refleksje nad metodologią nauk ekonomicznych / Reflections on the methodology of economic sciences	522
Stanisław Swadźba: Wzrost gospodarczy krajów Azji Południowo-Wschodniej i Unii Europejskiej. Analiza porównawcza / The economic growth of South-East Asia and the European Union. Comparative analysis	536
Anna Sworowska: Współpraca patentowa nauki i biznesu na przykładzie województwa podkarpackiego – analiza sieci / Network analysis of patent cooperation between science and business – the case of Subcarpathian region	547
Monika Szafrąńska, Renata Matysik-Pejas: Społeczna odpowiedzialność banków komercyjnych w Polsce wobec środowiska naturalnego / Corpo-	

rate social responsibility of commercial banks in Poland towards the natural environment.....	559
Piotr Szkudlarek: Płeć studentów a ich aktywność społeczna w świetle badań nad kapitałem społecznym / Sex of students and their social activity in the light of research into the social capital	573
Agnieszka Szulc: Instytucje formalne i nieformalne na rynku pracy w Polsce / Formal and informal institutions on the labour market in Poland	584
Andrzej Szuwarzyński: Porównanie efektywności działalności badawczo-rozwojowej w krajach OECD / Comparison of efficiency of research and development in OECD countries	595
Magdalena Szyszko: Oczekiwania bliskie racjonalnym? Współczesne koncepcje kształtowania oczekiwań uczestników rynku / Bounded rationality of expectations? Modern hypotheses of expectations formation of market participants.....	606
Ewa Ślęzak: Migracje Polaków po 2004 roku a gospodarstwa domowe – implikacje teoretyczne i praktyczne / Migrations of the Polish after 2004 vs. the households – theoretical and practical implications	616
Mirosława Tereszczuk: Instrumenty polityki handlowej Unii Europejskiej a polski handel zagraniczny produktami rolno-spożywczymi / Trade policy instruments of the European Union versus the Polish foreign trade in agricultural products	627
Agnieszka Tomczak: Polityka monetarna i fiskalna w warunkach wysokiego zadłużenia / Monetary and fiscal policy in the conditions of considerable indebtedness.....	639
Katarzyna Twarowska: Efekty międzynarodowej koordynacji polityki walutowej w latach 1978-2015 / Effects of international monetary policy coordination in the period 1978-2015.....	652
Zuzanna Urbanowicz: Simulation analysis of the degree of inadequacy in the single monetary policy for the EU economy outside the euro zone / Symulacyjna analiza stopnia nieadekwatności jednolitej polityki pieniężnej dla unijnej gospodarki spoza strefy euro	665
Grażyna Węgrzyn: Absolwenci na europejskim rynku pracy – analiza porównawcza / University graduates at European labour market – comparative analysis	675
Danuta Witczak-Roszkowska: Kapitał społeczny polskich regionów / Social capital of Polish regions.....	686
Katarzyna Włodarczyk: Serwicyzacja konsumpcji w polskich gospodarstwach domowych / Servicization of consumption in Polish households.....	699
Renata Wojciechowska: Between economic triumphalism and anti-economism / Między tryumfalizmem ekonomicznym a antyeconomizmem	709

Malgorzata Wosiek: Migracje międzynarodowe w procesach dostosowawczych na rynkach pracy krajów UE w czasie kryzysu / International migration in the labour market adjustment processes in the EU countries during the crisis	718
Urszula Zagóra-Jonszta: Dwugłos klasyków francuskich na temat podatków – Bastiat i Sismondi / Two voices of French classics about taxes – Bastiat and Sismondi	730
Malgorzata Zielenkiewicz: Konkurencyjność krajów UE w świetle globalnego kryzysu finansowego / Competitiveness of the EU countries in the context of the global financial crisis	740

Wstęp

Z wielką przyjemnością oddajemy do Państwa rąk publikację pt. „Ekonomia”, wydaną w ramach Prac Naukowych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Opracowanie składa się z 65 artykułów, w których autorzy prezentują wyniki badań w czterech obszarach problemowych analizowanych na poziomie mikro- i makroekonomicznym.

Pierwszy obszar przedstawia rozważania dotyczące rynku pracy i instytucji rynku pracy, a także roli kapitału ludzkiego w gospodarce. Znalazły się tutaj wyniki badań na temat np.: roli urzędów pracy w przeciwdziałaniu bezrobociu, wpływu instytucji formalnych i nieformalnych na rynek pracy, zjawiska prekariatu, sytuacji kobiet na rynku pracy w dobie polityki równych szans czy pozycji absolwentów na europejskim rynku pracy. Drugi obszar dotyczy problemów makroekonomicznych współczesnych gospodarek, często ukazywanych w kontekście analizy sytuacji Polski na tle innych krajów unijnych. W tej grupie artykułów zaprezentowano wyniki analiz dotyczących m.in.: interwencjonizmu monetarnego i fiskalnego w warunkach wysokiego zadłużenia, polityki monetarnej i fiskalnej w krajach unijnych, ograniczeń wzrostu i rozwoju gospodarczego, innowacyjności i przedsiębiorczości, działalności badawczo-rozwojowej oraz roli kapitału intelektualnego kraju. Trzeci obszar tematyczny prezentowanej publikacji stanowią aspekty mikroekonomiczne, omawiając je np. dokonano analizy relacji podmiotów funkcjonujących na rynku, poddano ocenie przeobrażenia w sferze dochodów gospodarstw domowych czy opisano wpływ migracji na gospodarstwa domowe w Polsce. Czwarty obszar obejmuje zaś opracowania dotyczące fundamentów ekonomii, m.in. racjonalności człowieka w ujęciu *homo sustinens*, nowych paradygmatów rozwoju, refleksji nad metodologią nauk ekonomicznych, koncepcji kształtowania oczekiwań uczestników rynku czy analiz poglądów klasyków francuskich na temat podatków.

Książka przeznaczona jest dla pracowników naukowych szkół wyższych, specjalistów w praktyce zajmujących się problematyką ekonomiczną, studentów studiów ekonomicznych oraz słuchaczy studiów podyplomowych i doktoranckich.

Artykuły składające się na niniejszą książkę były recenzowane przez samodzielnych pracowników nauki, w większości kierowników katedr ekonomii. Chcielibyśmy serdecznie podziękować za wnikliwe i rzetelne recenzje, często inspirujące do dalszych badań. Oddając powyższą publikację do rąk naszych Czytelników, wyrażamy jednocześnie nadzieję, że ze względu na jej wszechstronny charakter spotka się ona z zainteresowaniem i przyczyni do rozpoczęcia inspirujących dyskusji.

Jerzy Sokołowski

Renata Karkowska

Uniwersytet Warszawski
e-mail: rkarkowska@wz.uw.edu.pl

Igor Kravchuk

Tarnopolski Narodowy Uniwersytet Ekonomiczny (Ukraina)
e-mail: igskrav@gmail.com

STRUKTURA INWESTORÓW NA GPW W WARSZAWIE W KONTEKŚCIE ZMIAN MAKROEKONOMICZNYCH I RYNKOWYCH

STRUCTURE OF INVESTORS IN THE WARSAW STOCK EXCHANGE IN THE CONTEXT OF MACROECONOMIC AND MARKET CHANGES

DOI: 10.15611/pn.2016.449.21

JEL Classification: G11, G12, G23

Streszczenie: Celem badania jest weryfikacja zmian zachodzących w strukturze inwestorów na rynku akcji na GPW w Warszawie oraz wskazanie źródeł przemian, jakie mają miejsce. Przegląd danych statystycznych pokazuje, że mamy do czynienia z postępującą marginalizacją udziału inwestorów indywidualnych oraz wzrostowym trendem inwestorów instytucjonalnych i zagranicznych na giełdzie warszawskiej. W artykule podjęto próbę oszacowania wpływu zmiennych makroekonomicznych oraz rynkowych na zmiany w udziale poszczególnych grup inwestorów. Wyniki badania potwierdzają, że zmiany w strukturze inwestorów są implikowane przez koniunkturę rynkową. Dla inwestorów indywidualnych szczególnym źródłem decyzji o uczestnictwie na giełdzie są zmiany makroekonomiczne, czego nie można potwierdzić o pozostałych grupach uczestników. Na podstawie badania można wnioskować również, że instytucjonalizacja giełdy wpływa na zmianę umiejscowienia inwestycji inwestorów indywidualnych z dużych na małe i średnie spółki.

Słowa kluczowe: rynek giełdowy, struktura inwestorów, inwestor indywidualny, czynniki makroekonomiczne, koniunktura rynkowa.

Summary: The aim of the study is to verify the changes in the structure of investors in the stock market on the Warsaw Stock Exchange, as well as the reference of its sources. The overview of statistical data shows that there is a progressive marginalization of the share of individual investors and the growth trend of institutional and foreign investors on the Warsaw Stock Exchange. The article attempts to assess the impact of macroeconomic and market factors on changes in the share of individual groups of investors. Results confirm that changes in the structure of investors are implied by the boom market. For individual investors

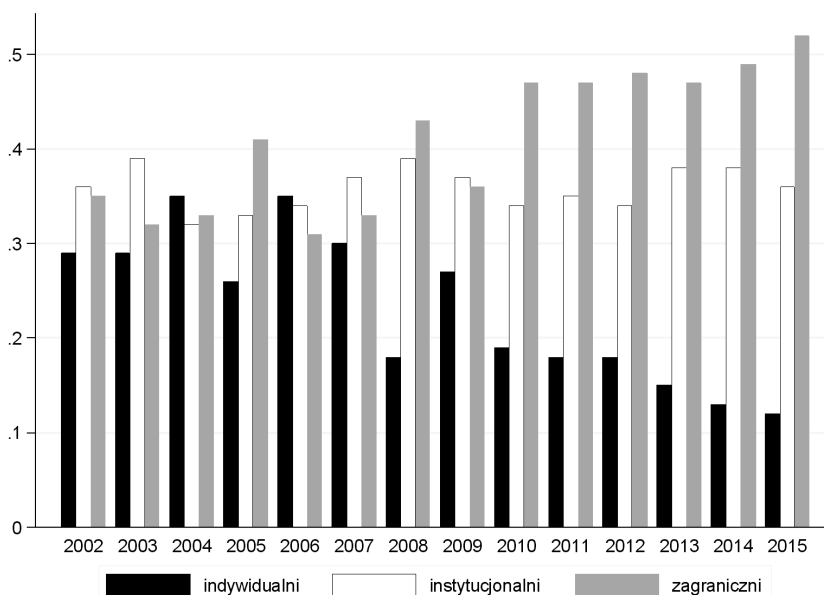
macroeconomic changes are the specific source of their decision to participate in the stock exchange, but it cannot be confirmed for other groups of participants. The study also highlights that the institutionalization of stock exchange influences on changing the location of the investments of individual investors from large to small and medium-sized companies.

Keywords: stock market, structure of investors, individual investor, macroeconomic factors, market situation.

1. Wstęp

Istotną funkcją rynku finansowego jest finansowanie gospodarki realnej oraz skuteczna alokacja wolnych środków pieniężnych inwestorów. Ci ostatni stanowią podstawowy element struktury rynku. Według definicji zaczerpniętej z opracowania Czekał [2008] oraz Sopoćko [2013] inwestorami można nazwać te podmioty, które angażują kapitał finansowy w celu nabycia papierów wartościowych i osiągnięcia zysku. Podstawową grupę inwestorów stanowią gospodarstwa domowe – inwestorzy indywidualni, którzy w większości są klientami detalicznymi, czyli według Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i unijnego ustawodawstwa (MiFID II) nie posiadają doświadczenia, wiedzy i fachowości umożliwiających podejmowanie niezależnych decyzji inwestycyjnych i właściwej oceny ryzyka. Inwestorzy indywidualni uczestniczą w transakcjach giełdowych za pośrednictwem firm inwestycyjnych (świadczą usługi maklerskie). Drugą równie istotną grupę w strukturze rynku finansowego stanowią inwestorzy instytucjonalni. Należą do nich monetarne instytucje finansowe (instytucje kredytowe, fundusze rynku pieniężnego), fundusze inwestycyjne (przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), alternatywne fundusze inwestycyjne), fundusze emerytalno-rentowe, zakłady ubezpieczeń, firmy inwestycyjne, inni inwestorzy instytucjonalni [Karaś, Kravchuk 2015]. Inwestorzy instytucjonalni (klienci profesjonalni) zawierają transakcje na giełdzie samodzielnie (po uzyskaniu zezwolenia na działalność maklerską od właściwego organu) lub za pośrednictwem członków giełdy (firm inwestycyjnych). Należy mieć na uwadze, że inwestorzy instytucjonalni również są niezbędni dla rynku, ponieważ w porównaniu z detalicznymi inwestorami dysponują znacznie większymi kwotami kapitału dla lokowania w akcje spółek.

Procesy globalizacyjne spowodowały, że rosnącą grupę inwestorów na rynkach lokalnych stanowią inwestorzy zagraniczni. To głównie instytucje finansowe posiadające nadwyżki finansowe i poszukujące wyższych rentowności. Współczesny rynek kapitałowy cechuje się zmniejszeniem udziału inwestorów indywidualnych. W 1950 r. w USA inwestorzy detaliczni posiadali blisko 90% akcji spółek, natomiast w 2008 r. już tylko 30%. W obrotach giełdowych udział inwestorów indywidualnych stanowi mniej niż 2% [Evans 2009]. Również w Polsce w ciągu ostatnich lat możemy obserwować zmniejszenie roli inwestorów detalicznych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie (rys. 1).



Rys. 1. Zmiany w strukturze inwestorów na GPW¹

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.gpw.pl].

Obserwowane zjawisko stało się motorem do poszukiwania przyczyn zmian zachodzących na rynku kapitałowym w Polsce. W badaniach naukowych często podejmuje się kwestie procesu *deretailization* i modelowania rynku przy uczestnictwie wyłącznie inwestorów instytucjonalnych [Langevoort 2008]. W niektórych pracach [Burghardt 2011; Barber i in. 2009] inwestorów indywidualnych określa się jako *noise traders*, ponieważ zawierają oni transakcje na podstawie „szumu” i wnoszą nieefektywność w proces handlu. Można wyróżnić również podejścia [Frazzini, Lamont 2008], w których mowa o działaniu inwestorów detalicznych w ramach tzw. *dumb money* (głupie pieniądze), czyli o zakupie akcji w końcowej fazie trendu, co w efekcie może zmniejszyć efektywność inwestycji.

W innych opracowaniach inwestorom detalicznym przypisuje się ważną rolę:

- w zapewnieniu skutecznego funkcjonowania rynku kapitałowego, zwłaszcza wzrostu płynności na rynku [Evans 2009; Burghardt 2011; Wang, Zhang 2015; Nawrot 2006];

¹ Giełda przeprowadza badanie udziału inwestorów zagranicznych (indywidualnych oraz instytucjonalnych), krajowych instytucjonalnych oraz krajowych indywidualnych. Zgodnie z przyjętą metodologią udziały poszczególnych grup inwestorów bazują na wynikach ankiety, na którą odpowiadają krajowe biura maklerskie, a także na danych o obrotach zdalnych członków giełdy. Działalność animatorów oraz zarządzanie portfelem klientów zostało potraktowane jako działalność krajowych inwestorów instytucjonalnych [www.gpw.pl].

- w inwestycjach w akcje małych spółek [Evans 2009];
- w finansowaniu rozwoju gospodarki (np. na rynku NewConnect w Polsce udział inwestorów indywidualnych w obrocie handlowym od 2007 r. jest dominujący, a w I półroczu 2015 r. wynosił 79%);
- w charakterze inwestycji – w większości są to inwestycje długoterminowe i stabilne [Evans 2009], co pozwala władzom spółek akcyjnych budować trwałe relacje oraz prognozować ich zachowanie przy opracowaniu przyszłych działań korporacyjnych; według Raportu „Equity and Bond Ownership in America” (2008) 57% inwestorów indywidualnych nie zawierało kolejnych transakcji przez kolejne 12 miesięcy, zgodnie z badaniami polskimi w 2015 r. 32,9% inwestorów dokonywało alokacji środków na giełdzie z terminem powyżej roku;
- w nastrojach inwestorów detalicznych, które mają wpływ na kształtowanie cen aktywów rynku kapitałowego [Barberis i in. 1998; Kumar, Lee 2006; Baker, Wurgler 2006].

Nastroje inwestorów często uwzględniano w decyzjach inwestycyjnych jako indykatorem do działań w przeciwnym kierunku [Burghardt 2011]. Kaniel, Saar i Titman [2008] na podstawie przeprowadzonej analizy wnioskują, że obroty inwestorów indywidualnych mają pozytywny wpływ na przyszłą rentowność w krótkim horyzoncie czasowym. W wyniku intensywnych obrotów inwestorów indywidualnych można obserwować wzrost cen papierów wartościowych.

2. Cel badawczy i hipotezy

Badanie ma na celu weryfikację zmian zachodzących w strukturze inwestorów na rynku akcji na GPW w Warszawie oraz wskazanie źródeł przemian, jakie miały miejsce. Przegląd danych statystycznych dotyczących zmian w strukturze inwestorów na giełdzie warszawskiej pokazuje, że mamy do czynienia z postępującą marginalizacją udziału inwestorów indywidualnych i wzrostowym trendem inwestorów zagranicznych. W szczególności zostało to zaobserwowane w ostatnich sześciu latach kryzysu gospodarczego 2009-2015. Stąd w kontekście celu badawczego postawiono następujące hipotezy badawcze:

H1: Udział inwestorów na giełdowym rynku akcji jest uzależniony od zmian makroekonomicznych gospodarki. Z drugiej strony spadek udziału inwestorów indywidualnych w obrotach jest interpretowany jako zjawisko rynku dojrzałego i jego instytucjonalizacji. Z reguły inwestorzy profesjonalni wybierają spółki duże i płynne, co zgodnie z przyjętą strategią inwestycyjną powinno im zapewnić zgodność inwestycji z benchmarkiem rynkowym w postaci indeksu. Istotny udział instytucji w obrotach giełdowych może powodować zmniejszenie płynności rynkowej oraz obawy inwestorów indywidualnych o ich efektywność. Dla inwestorów indywidualnych korzyścią jest realny zysk w postaci dochodu kapitałowego, z uwagi na to, że nie mogą liczyć na wynagrodzenie z tytułu zarządzania aktywami w roli menadżera. Dlatego wnioskujemy, że:

H2: Instytucjonalizacja giełdy wpływa na zmianę umiejscowienia obrotów inwestorów indywidualnych z dużych na małe i średnie spółki. W końcu inwestowanie na rynku kapitałowym jest przedsięwzięciem wymagających wiedzy i doświadczenia, ale i opanowania, co powoduje, że eskalacja zmienności rynkowej z reguły powinna ograniczać chęć inwestorów do podejmowania ryzyka. I przeciwnie, okresy hossy przyciągają tych, którzy akceptują niższy poziom niepewności. Mając na uwadze przyjęty ponaddziesięcioletni okres badawczy 2002-2015, uwzględniający cykl koniunkturalny, przyjęto, że:

H3: Zmiany w strukturze inwestorów na GPW w Warszawie są implikowane przez koniunkturę rynkową.

Badanie zostało poprzedzone studiami literaturowymi (teoretycznymi i empirycznymi).

2.1. Przegląd literatury

Ważnym elementem określenia czynników zmian struktury inwestorów na rynku kapitałowym jest analiza zachowania inwestorów indywidualnych, a zwłaszcza procesu podejmowania przez nich decyzji inwestycyjnych. Od drugiej połowy XX w. teoria racjonalnych oczekiwań jest głównym nurtem w tym zakresie (wprowadził ją w 1961 r. J. Muth, a rozwinął R. Lucas w 1972). Racjonalny inwestor poprawnie postrzega napływające informacje i na ich podstawie właściwie szacuje prawdopodobieństwo przyszłych zdarzeń. Zgodnie z własną funkcją użyteczności odpowiednio wartościuje poszczególne możliwości i dąży do maksymalizacji subiektywnej wartości oczekiwanej [Szyszka 2009]. Jednak w ciągu ostatnich lat aktywnie rozwija się paradygmat finansów behawioralnych (D. Kahnemana i A. Tversky), którego zwolennicy apelują o ważności czynników psychologicznych zachowania inwestorów.

W swoim badaniu Kalinowski i Krzykowski [2012] uzasadniają nieracjonalność zachowania inwestorów indywidualnych na GPW w Warszawie na podstawie uznania za działanie nieracjonalne zmniejszanie się udziału inwestorów indywidualnych w obrotach giełdowych w okresie zwiększającej się atrakcyjności cenowej akcji.

Oprócz racjonalnych lub psychologicznych aspektów procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych analiza zmian struktury inwestorów na rynku kapitałowym wymaga m.in. badania następujących czynników, które mają wpływ na lokowanie środków gospodarstw domowych w papiery wartościowe bez pośrednictwa inwestorów instytucjonalnych (na podstawie analizy raportu Rezerwy Federalnej USA (Survey of Consumer Finances, SCF) za rok 2013 (następne wyniki będą w 2017 r.), dotyczącego finansów osobistych oraz Ogólnopolskich Badań Inwestorów (OBI) w 2015 r.):

- poziom wynagrodzenia: im jest wyższe, tym więcej rodziny inwestują w papiery wartościowe. W przedziale 90-100 percentylach zarobku (według SCF w 2013 r.) 45,4% gospodarstw domowych w USA inwestuje w akcje (poziom mediany in-

westycji 110 tys. USD, średniej 694,2 tys. USD), natomiast w przedziale mniej niż 20 – tylko 4,2% rodzin ma w posiadaniu akcje (poziom mediana inwestycji 55,5 tys. USD);

- wiek; w USA największy udział inwestorów indywidualnych jest w starszym wieku (65-74 lat) – 18,4% rodzin (poziom mediana inwestycji jednej rodziny 50 tys. USD) przy średniej 14,2% dla wszystkich inwestorów indywidualnych. Według OBI w 2015 r. 61,4% polskich inwestorów było w wieku od 26 do 45 lat;
- stan rodzinny; najczęściej inwestują rodziny amerykańskie, które nie posiadają dzieci – 19,5% ogólnej liczby;
- wykształcenie; spośród inwestorów w USA dominują osoby z wykształceniem wyższym – 24,9% (średnia wielkość ich inwestycji wynosi 358,6 tys. USD, mediana 40,0 tys. USD). Według polskich badań w 2015 r. wyższe wykształcenie miało 68,9% inwestorów;
- status pracy; niespełna jedna czwarta rodzin amerykańskich samozatrudniających się inwestuje w akcje, a jedynie 6,6% bezrobotnych;
- posiadanie nieruchomości; na rynku akcji w USA jest 18,2% gospodarstw domowych z własnym mieszkaniem i tylko 5,4% rodzin, które wynajmują mieszkania;
- koniunktura rynku: przy wzroście rynku zwiększa się zainteresowanie inwestorów detalicznych inwestycjami w akcje i odwrotnie. Shiller [2000] opisuje teorię pętli zwrotnej reakcji (*feedback loop theory*), według której wzrost cen akcji powoduje następny wzrost na podstawie zwiększenia zaangażowania inwestorów detalicznych. W nurcie hipotezy H3 wskazane jest wnioskowanie, że udział inwestorów na giełdowym rynku akcji jest uzależniony od koniunktury rynku. Jednak teoria nie zawsze sprawdza się empirycznie. Według raportu SCF (2013) w latach 1998-2004 możemy obserwować największe wartości udziału gospodarstw domowych w inwestycjach w akcje, jednak nie zawsze powodem tego był wzrost rynku. W 1998 r. 19,2% rodzin w USA inwestowało w akcje (w 1995 r. – 15,2%). Rok przed badaniem indeks S&P 500 wzrósł do poziomu 32,3%, a w 1998 r. do 25,95%. Możemy zatem wnioskować o ewentualnym powiązaniu zainteresowania inwestorów i zmiany cen na rynku. W 2001 r. 21,3% gospodarstw domowych inwestowało w akcje, kiedy indeks S&P 500 spadł w 2000 r. o 11,8%, a w 2001 r. o 10,02%. Czech [2010] analizowała strukturę inwestorów na GPW w Warszawie, dochodząc do wniosku, że inwestorzy indywidualni w badanym okresie nie dokonywali transakcji, uwzględniając wahania rynku, i ich udział w rynku nie zależał od fluktuacji WIG20, co stanowiłoby zaprzeczenie hipotezy H3, że zmiany w strukturze inwestorów na GPW w Warszawie są implikowane przez koniunkturę rynkową. A. Kumar i C. Lee [2006] na podstawie analizy ponad 1,85 mln transakcji inwestorów detalicznych w USA w latach 1991-1996 zauważyli, że ten rodzaj inwestorów dominuje w obrotach w akcje małych spółek, co potwierdza aktualność postawionej hipotezy badawczej H2 dla rynku polskiego. M. Statman, S. Thorley i K. Vorkink [2006] również zwracają uwagę na

większą rolę inwestorów indywidualnych w porównaniu z instytucjonalnymi na rynku akcji małych spółek w USA.

Z kolei Shiller [2000] zwraca uwagę na istotę czynników makroekonomicznych w podejmowaniu decyzji inwestorów (hipoteza badawcza H1), w szczególności wskazując poziom inflacji jako barometru zaufania do rynku kapitałowego. Z drugiej strony Kumar [2009] dowodzi empirycznie, że na działalność inwestorów indywidualnych nie mają wpływu zmienne makroekonomiczne (np. stopy procentowe).

Dokonany przegląd literatury przedmiotu nie daje jednoznacznej odpowiedzi, co w istocie stanowi źródło zmian w strukturze inwestorów, ale może sugerować, że zmiany środowiska makroekonomicznego (PKB, inflacja, poziom bezrobocia, stopa procentowa) i ich fluktuacje mogą *implicite* zmienić poziom zaangażowania inwestorów detalicznych w obrotach na giełdzie.

3. Opis metody badawczej

W badaniu zostały wykorzystane dane dotyczące struktury inwestorów na rynku akcji na GPW w Warszawie w latach 2002-2015, opracowane w raportach GPW. Podział procentowy, jaki prezentują strony GPW, klasyfikuje inwestorów na krajowych inwestorów: indywidualnych, instytucjonalnych i zagranicznych. W celu uchwycenia zmian zachodzących w czasie w badaniu wykorzystano model dynamiczny regresji, a estymacji dokonano za pomocą metody najmniejszych kwadratów. Zmiany wielkości poszczególnych grup inwestorów (indywidualnych, instytucjonalnych, zagranicznych) posłużyły jako zmienna objaśniana $Y_{k,t}$ w trzech modelach, według wpływu zmiennych:

1. makroekonomicznych:

$$Y_{k,t} = PKB_t + ST_INF_t + ST_BEZROB_t + MM_RATE_t + \varepsilon, \quad (1)$$

2. rynkowych, w zakresie dużych spółek wchodzących w skład indeksu WIG20:

$$Y_{k,t} = WIG20_t + WIG20_ryzyko_t + WIG20_wol_t + \varepsilon, \quad (2)$$

3. rynkowych, w zakresie małych i średnich spółek wchodzących w skład indeksu sWIG80:

$$Y_{k,t} = sWIG80_t + sWIG80_ryzyko_t + sWIG80_wol_t + \varepsilon, \quad (3)$$

gdzie PKB_t oznacza stopę produktu krajowego brutto, ST_INF – stopę inflacji, ST_BEZROB – stopę bezrobocia, MM_RATE_t – oprocentowanie z rynku pieniężnego. W zakresie zmian rynkowych zastosowanych w modelu (2) zostały wykorzystane: $WIG20_t$ – zmiany indeksu największych spółek na GPW w Warszawie WIG20, $WIG20_ryzyko_t$ – zmienność indeksu WIG20 liczona odchyleniem standardowym w ujęciu rocznym, $WIG20_wol_t$ – zmiany obrotów na spółkach z indeksu WIG20. Analogicznie zmienne objaśniające w modelu (3) dotyczą zmian zachodzących na małych i średnich spółkach notowanych na GPW: $sWIG80_t$ – zmiany indeksu sWIG80,

$sWIG80_ryzyko_t$ – zmienność indeksu sWIG80, liczona odchyleniem standardowym w ujęciu rocznym, $sWIG80_wol_t$ – zmiany obrotów na akcjach spółek z indeksu sWIG80, t – okres, k – rodzaj inwestorów w strukturze (indywidualni, instytucjonalni, zagraniczni). Dane rynkowe pochodzą z bazy dostępnej na stronie www.stooq.pl.

4. Wyniki

W wyniku estymacji uzyskano następujące wyniki (por. tab. 1). Szacunki zostały zachowane w podziale na rodzaj inwestorów (w kolejności: indywidualni, instytucjonalni, zagraniczni) oraz charakter modelu (Model 1 – wpływ zmiennych makroekonomicznych, Model 2 – wpływ zmian na rynku akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG20, Model 3 – wpływ zmian na rynku akcji spółek wchodzących w skład indeksu sWIG80).

Wynik szacowania wpływu zmiennych makroekonomicznych na udział poszczególnych grup inwestorów giełdowych (Model 1) okazał się statystycznie istotny jedynie w przypadku inwestorów indywidualnych. Zmiany PKB (0.0201) pozytywnie determinowały wzrost udziału w obrotach tej grupy. Można zatem przypuszczać, że dobra koniunktura zachęca do powierzania oszczędności krajowych gospodarstw domowych na polskim rynku kapitałowym. Co ciekawe, koszt pieniądza, wyrażony zarówno stopą z rynku pieniężnego MM_RATE , jak i zmiany stopy inflacji ST_INF , nie miał istotnego wpływu na decyzje inwestorów na GPW. Prawdopodobnie wynika to z przyjętego okresu próby badawczej, w którym dominuje niski poziom inflacji i tani pieniądz pożyczkowy. Należy zaznaczyć, że był to również okres kryzysu w gospodarce, czym można tłumaczyć silny spadek udziału inwestorów indywidualnych w obrotach papierami wartościowymi. Potwierdza to prawidłowość hipotezy pierwszej o pozytywnym wpływie zmian makroekonomicznych na strukturę inwestorów giełdowych. Za utrzymaniem wskazanej hipotezy świadczy tym bardziej wynik Modelu 3 dla zmiennej $sWIG80$ (6,438), prezentującej zmiany indeksu $sWIG80$, oraz zmiennej $sWIG80_ryzyko$ (-0,929), pokazującej zmienność tego indeksu. Tym samym należy rozumieć, że wzrost indeksu małych i średnich spółek notowanych na GPW generuje istotną zachętę dla inwestorów indywidualnych do inwestycji giełdowych, jednocześnie ogranicza ich udział przy wzroście ryzyka na tym rynku. Warto zauważyć, że zmiany na rynku akcji największych spółek, mierzone indeksem $WIG20$, pokazały dużo mniejsze zależności i dodatkowo nie były istotne statystycznie. Można zatem przypuszczać, że postawiona hipoteza 2, mówiąca o wpływie instytucjonalizacji giełdy na umiejscowienie obrotów inwestorów indywidualnych na rynku małych i średnich spółek, jest prawdziwa dla polskiego rynku kapitałowego. Inwestorzy indywidualni wybierają rynek spółek małych i średnich. Wyniki szacowania dla inwestorów instytucjonalnych okazały się w większości nieistotne statystycznie, można więc wnioskować, że ich obecność na giełdzie nie znajduje źródeł koniunkturalnych. Prawdopodobnie jest to spowodowane koniecznością stałego utrzymywania portfeli inwestycyjnych przez te instytucje

Tabela 1. Zależność między strukturą inwestorów a zmianami makroekonomicznymi i rynkowymi na GPW w Warszawie latach 2002-2015

	Indywid.	Indywid.	Indywid.	Instyt.	Instyt.	Instyt.	Zagranica	Zagranica	Zagranica
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
PKB	0,0201*			-0,00198			-0,0182		
	(2,34)			(-0,55)			(-1,93)		
ST_BEZROB	0,0152*			-0,00483			-0,0104		
	(2,47)			(-1,87)			(-1,55)		
MM_RATE	0,00101			0,00684			-0,00786		
	(0,09)			(1,38)			(-0,61)		
ST_INF	0,00960			-0,00634			-0,00325		
	(0,95)			(-1,50)			(-0,30)		
WIG20		0,807			-0,289			0,518**	
		(0,56)			(-0,59)			(-0,41)	
WIG20_ryzyko		0,433			0,127			-0,560*	
		(1,48)			(1,29)			(-2,23)	
WIG20_wol		-0,0557			-0,00351			0,0592	
		(-1,51)			(-0,28)			(1,87)	
sWIG80			6,438***			-1,573*			-4,865**
			(0,31)			(-2,66)			(-4,08)
sWIG80_ryzyko			-0,929**			0,0954			-1,024***
			(0,23)			(0,89)			(-4,73)
sWIG80_wol			-0,0143			-0,00703			0,0214
			(0,23)			(1,23)			(2,11)
_CONSTANS	-0,0835	1,053	0,301	0,417***	0,390	0,458***	0,666***	-0,442	0,241
	(-1,11)	(1,75)	(1,84)	(13,24)	(1,93)	(5,74)	(8,14)	(-0,86)	(1,50)
R ²	,69	,47	,82	,34	,27	,47	,59	,50	,73

Statystyka t w nawiasach, * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$

Źródło: obliczenia własne na podstawie [www.gpw.pl, www.stooq.pl].

bez względu na cykl. Rosnący udział inwestorów zagranicznych na GPW może być determinowany kryzysem w gospodarkach dojrzałych Europy Zachodniej. Negatywne współczynniki przy zmiennej *sWIG80* ($-4,865$) oraz jego zmienności *sWIG80_rzyzko* ($-1,024$) może świadczyć o zmianie celu inwestycyjnego i przeniesieniu inwestorów zagranicznych na rynek bardziej płynny.

5. Zakończenie

Struktura inwestorów na rynku kapitałowym jest ważną informacją odzwierciedlającą popyt na zbywalne aktywa finansowe i pokazuje rolę źródeł płynności oraz zmienności rynku. Przeprowadzone badanie podkreśliło rosnący trend udziału inwestorów instytucjonalnych na niekorzyść indywidualnych oraz istotność makroekonomicznych (zmiana PKB) i rynkowych (zmiana notowań akcji małych i średnich spółek) czynników w podejmowaniu decyzji inwestorów detalicznych.

Na kierunki inwestowania środków inwestorów indywidualnych ma wpływ rozwój instytucjonalnych uczestników rynku. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej, zwłaszcza w Polsce, wzrasta również rola inwestorów zagranicznych. Jednym z głównych czynników obecnego trendu jest kształtowanie spójnego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej, zwłaszcza ustanowienie jednolitego reżimu rejestracji inwestorów instytucjonalnych. W przyszłości rola inwestorów zagranicznych może dalej rosnąć z uwagi na plany z powstania unii rynków kapitałowych. Według Zielonej Księgi „Tworzenia unii rynków kapitałowych” (2015) ważnym elementem rozwoju rynku jest umiędzynarodowienie i wzmocnienie inwestycji instytucjonalnych, w tym udział inwestorów indywidualnych w funduszach zbiorowego inwestowania UCITS.

Należy też zauważyć, że obecna struktura inwestorów na GPW może mieć negatywny wpływ na stabilność rynku finansowego, zwłaszcza ewentualne pogorszenie warunków koniunkturalnych w wymiarze globalnym lub w ramach UE, może aktywizować zjawisko *spillover*, a zwłaszcza wyjście inwestorów zagranicznych z GPW do tzw. *safe heaven*.

Mając na uwadze uzyskane wyniki badań teoretycznych i empirycznych, zasadne wydaje się opracowanie zbioru instrumentarium monitoringu rynku w celu wcześniejszego ostrzegania o ewentualnych zaburzeniach na rynku oraz opracowanie i wdrożenie szerokiej kampanii podwyższenia wiedzy finansowej gospodarstw domowych w celu wzrostu ich udziału w obrotach na rynku giełdowym.

Literatura

- Baker M., Wurgler J., 2006, *Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns*, The Journal of Finance, vol. LXI, no. 4, s. 1645-1680.
- Barber B., Odean T., Zhu N., 2009, *Do Retail Trades Move Markets?* The Review of Financial Studies, vol. 22, no. 1, s. 151-186.

- Barberis N., Shleifer A., Vishny R., 1998, *A model of investor sentiment*, Journal of Financial Economics, no. 49, s. 307-343.
- Burghardt M., 2011, *Retail Investor Sentiment and Behavior. An Empirical Analysis*, Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, Heidelberg.
- Czech M., 2010, *Analiza struktury inwestorów na warszawskim parkiecie w aspekcie fluktuacji indeksu WIG20*, e-Finanse, vol. 6, nr 4, s. 92-102.
- Czekaj J., 2008, *Rynki, instrumenty, instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Evans A.J., 2009, *A Requiem for The Retail Investor?*, Virginia Law Review, vol. 95, no. 4, s. 1105-1129.
- FRB, 2014, *Survey of Consumer Finances Chartbook*, DC, Washington.
- Frazzini A., Lamont O.A., 2008, *Dumb Money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns*, Journal of Financial Economics, vol. 88, no. 2, s. 299-322.
- Investment Company Institute, *The Securities Industry And Financial Markets Association*, 2008, Equity and Bond Ownership in America, DC, Washington.
- Kalinowski M., Krzykowski G., 2012, *Racjonalność decyzji inwestycyjnych inwestorów indywidualnych na polskim rynku akcji*, Problemy Zarządzania, vol. 10, nr 4, s. 169-177.
- Kaniel R., Saar G., Titman S., 2008, *Individual Investor Trading and Stock Returns*, The Journal of Finance, vol. LXIII, no. 1, s. 273-310.
- Karaś P., Kravchuk I., 2015, *Znaczenie inwestorów instytucjonalnych w finansjalizacji strefy euro*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia, vol. 49, no. 4, s. 185-193.
- Kumar A., Lee C., 2006, *Retail investor sentiment and return comovements*, Journal of Finance, vol. 61, no. 5, s. 2451-2486.
- Kumar A., 2009, *Style Preference of Individual Investors and Stock Returns*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 44, no. 3, s. 607-640.
- Langevoort D.C., 2008, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, Georgetown Law Faculty Working Papers.
- Lucas R.E., 1972, *Econometric Policy Evaluation*, Journal of Economic Theory, no. 4, s. 103-124.
- Nawrot W., 2006, *Wpływ popytu na akcje notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie na płynność rynku*, Gospodarka Narodowa, nr 7-8, s. 59-81.
- Shiller R.J., 2000, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton.
- Sopoćko A., 2010, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Statman M., Thorley S., Vorkink K., 2006, *Investor Overconfidence and Trading Volume*, The Review of Financial Studies, vol. 19, no. 4, s. 1531-1565.
- Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, 2015, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów*, <http://www.sii.org.pl> (18.04.2016).
- Szyszkła A., 2009, *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Wang Q., Zhang J., 2015, *Individual investor trading and stock liquidity*, Review of Quantitative Finance and Accounting, vol. 45, no. 3, s. 485-508.

Źródła internetowe

www.gpw.pl (10.04.2016).

www.stooq.pl (10.04.2016).