

Czynniki kształtujące decyzje inwestorów na rynku kapitałowym

Mirosław Wasilewski, Marta Juszczyk*

Streszczenie: Celem badań było określenie opinii inwestorów dotyczących czynników kształtujących ich decyzje na rynku kapitałowym. Opracowano kwestionariusz wywiadu, który został przeprowadzony wśród grupy 100 inwestorów, korzystających z usług pięciu domów maklerskich o długiej historii działania. Kluczowymi czynnikami warunkującymi decyzje inwestorów na rynku kapitałowym są tendencje na wiodących światowych giełdach oraz wyniki finansowe spółek. Jednocześnie sytuacja ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstw stanowi w opinii inwestorów kluczową determinantę kształtowania się kursów akcji. Znaczący wpływ na kształtowanie się notowań mają również ogólne zmiany na rynku krajowym i otoczenie, w którym działa spółka. Zarówno czynniki zewnętrzne, tj. koniunktura na ważniejszych światowych giełdach oraz dane makroekonomiczne, jak i wewnętrzne, tj. sytuacja ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstw, istotnie wpływają na decyzje inwestycyjne uczestników rynku i mają kluczowy wpływ na kształtowanie się kursów akcji spółek na GPW w Warszawie.

Słowa kluczowe: giełda papierów wartościowych, decyzje inwestycyjne, rynek kapitałowy

Wprowadzenie

Zmiana systemu gospodarczego w Polsce w 1989 r. przyspieszyła, a w wielu obszarach zapoczątkowała, zmiany w polskim systemie ekonomicznym. Ich następstwem było m.in. powstanie i rozwój rynku kapitałowego, a w szczególności Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie. Uczestnicy rynku kapitałowego otrzymują z dużą częstotliwością komunikaty dotyczące notowanych spółek, które w pośredni, bądź bezpośredni sposób wpływają na kursy akcji. W wyniku długoletnich obserwacji i badań rynku kapitałowego powstały metody, mające na celu wspomaganie procesu decyzyjnego inwestorów.

Analiza techniczna opiera się na hipotezie, że zaobserwowane na wykresie i zidentyfikowane zachowania się inwestorów w przeszłości, wyrażające się odpowiednimi formacjami na wykresach cen instrumentów, powtarzają się w przyszłości, a więc ich identyfikacja na podstawie informacji historycznych pozwala na ich rozpoznanie w okresie bieżącym, przez co możliwa jest antycypacja najbliższej i dalszej przyszłości (Starzeński 2011: 102). Badacze wykorzystujący podejście fundamentalne zajmują się ekonomicznymi uwarunkowaniami popytu i podaży na rynku akcji, które powodują ruchy ich cen. Zwolennicy tej

* dr hab. Mirosław Wasilewski prof. nadzw. SGGW, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, ul. Nowoursynowska 166, 02-787 Warszawa, e-mail: miroslaw_wasilewski@sggw.pl; mgr Marta Juszczyk, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, ul. Nowoursynowska 166, 02-787 Warszawa, e-mail: juszczyk-marta7@gmail.com.

metody uważają, że zdarzenia giełdowe są ściśle uzależnione od sytuacji gospodarczej spółki, jak również jej otoczenia (Ostrowska 2007: 117). Analiza fundamentalna jest procesem składającym się z trzech etapów, tj. analizy makroekonomicznej, analizy sektorowej oraz analizy przedsiębiorstwa, którego akcjami zainteresowany jest inwestor (Dębski 2007: 215). Metoda ta stosowana jest na rynku kapitałowym w procesie inwestowania długoterminowego, przy czym prognozowanie oraz ocena przyszłych perspektyw przeprowadzane są na podstawie analizy przedsiębiorstwa z okresu 3–5 lat (Tarczyńska-Luniewska 2013: 17). Kompleksowe i całościowe przeprowadzenie analizy fundamentalnej umożliwi określenie wewnętrznej wartości akcji, która byłaby dla inwestorów odniesieniem w stosunku do ceny, jaka występuje na rynku (Kowalke 2008: 113).

Czynniki ekonomiczne mają decydujące znaczenie dla zmian notowań akcji na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Ponieważ emitentem papierów wartościowych na giełdzie są w głównej mierze przedsiębiorstwa, inwestorzy powszechnie uważają, że sytuacja finansowa danej spółki ma znaczący wpływ na kształtowanie się kursów akcji. Jednakże zmiany notowań giełdowych, a w związku z tym decyzje podejmowane przez inwestorów, mogą następować pod wpływem wielu czynników, m.in. sytuacji w danym sektorze oraz całej gospodarki krajowej. Ponadto, w dobie globalizacji, która sprawia, że współczesne rynki finansowe charakteryzują się przepływem informacji w czasie rzeczywistym, istotną kwestią staje się problem wzajemnych powiązań giełd światowych w oddziaływaniu na ceny notowanych instrumentów na rynku krajowym. Światowa gospodarka jest wielowymiarowym systemem naczyń połączonych, który umożliwia błyskawiczne rozprzestrzenianie się kryzysów finansowych (*Finanse...* 2013: 78). W podobny sposób można określić giełdę jako element składowy zespołu naczyń połączonych w odniesieniu do silnie powiązanych ze sobą rynków finansowych (Prokopowicz i Dmowski 2010: 308).

Inwestorzy, podejmując decyzje na rynku kapitałowym, kierują się na ogół informacją o dochodowości papierów wartościowych. Jednakże opierając się tylko na przyszłej stopie zwrotu z inwestycji, nie jest możliwa prawidłowa ocena, czy dane przedsięwzięcie jest opłacalne. W analizach należy uwzględniać pomiar błędu, jakiego inwestor powinien się spodziewać w przyszłości. W związku z tym ryzyko i stopa zwrotu są uważane za kluczowe kategorie, determinujące w praktyce większość decyzji inwestycyjnych (Tarczyński 2002: 33). Stopa zwrotu jest na giełdzie papierów wartościowych podstawową charakterystyką każdego waloru i określa dochód przypadający na jednostkę zainwestowanego kapitału (Witkowska i in. 2008: 25). Ryzyko natomiast jest pojęciem wieloznacznym i złożonym, co skłania do rozpatrywania różnych jego aspektów. Ponieważ proces inwestowania jest nierozłącznie związany z ponoszeniem ryzyka, ważne staje się poznanie zachowań graczy giełdowych. W ostatnich latach coraz większe znaczenie zaczęły odgrywać uwarunkowania psychologiczne decyzji inwestycyjnych, stanowiące obszar badań w zakresie tzw. finansów behawioralnych. Finanse behawioralne definiuje się jako naukę, która na podstawie badań indywidualnych oraz społecznych skłonności poznawczych i emocjonalnych wyjaśnia decyzje ekonomiczne inwestorów (Opolski i in. 2010: 78).

1. Cel i zakres badań

Celem badań jest określenie opinii inwestorów dotyczących czynników kształtujących ich decyzje na rynku kapitałowym. W oparciu o metodę tabelaryczno-opisową opracowany został kwestionariusz wywiadu, który został przeprowadzony wśród grupy 100 inwestorów, korzystających z usług następujących domów maklerskich o długiej historii działania: Dom Maklerski mBank (wcześniej działający pod nazwą Dom Inwestycyjny BRE Banku), Dom Maklerski PKO PB, Centralny Dom Maklerski PEKAO SA, Biuro Maklerskie Banku BGŻ oraz Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska. W każdym z domów maklerskich zbadanych zostało po 20 inwestorów. Osoby do badanej próby wybierane były z wykorzystaniem metody doboru losowego warstwowego, polegającego na podziale całej populacji generalnej na tzw. warstwy i dokonaniu bezpośredniego losowania niezależnych prób w obrębie każdej z nich. Kryterium grupowania odpowiedzi inwestorów był wiek, skala zaangażowanego kapitału oraz okres inwestowania na giełdzie. Według każdego z kryteriów wyodrębniono po trzy grupy inwestorów giełdowych. W ramach klasyfikacji według wieku wyszczególniono osoby z najniższej grupy wiekowej (18–35 lat), średniej (36–55 lat) oraz najwyższej (powyżej 55 lat). Według okresu inwestowania na giełdzie wydzielono osoby o najkrótszym stażu inwestowania (poniżej 5 lat), średnim (6–15 lat) oraz najdłuższym (powyżej 15 lat). Inwestorzy sklasyfikowani według wartości portfela inwestycyjnego to osoby z najniższym zaangażowanym kapitałem (do 25 000 zł), średnim (25–55 000 zł) oraz najwyższym (powyżej 55 000 zł). W tabelach zaprezentowano ważone średnie arytmetyczne ocen dla poszczególnych grup oraz badanej zbiorowości ogółem¹.

2. Wyniki badań

Inwestorzy zdają sobie sprawę ze złożoności czynników wpływających na notowania giełdowe i starają się brać je pod uwagę przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym (tab. 1). Największa część respondentów, stanowiąca średnio ponad połowę badanej populacji, za kluczowe uznała tendencje na światowych rynkach kapitałowych, tj. trendy na ważniejszych giełdach (64%) oraz wyniki finansowe spółek (62%).

Jako istotne wskazano także fazę cyklu koniunkturalnego (43%) oraz płynność giełdy (41%). Czynnikiemami uwzględnianymi przez inwestorów w procesie decyzyjnym były również bieżące nastroje inwestorów oraz kształtowanie się notowań głównych indeksów giełdowych (po 39%), wysokość dywidend wypłacanych przez spółkę (38%), sytuacja makroekonomiczna kraju (37%), a także wycena akcji spółki (33%). Badani wskazali ponadto na takie odpowiedzi jak poziom oczekiwanych stóp zwrotu, informacje dotyczące sytuacji wewnętrznej spółki oraz otoczenia, w którym spółka działa, dostępność do źródeł informacji (po 26%), ryzyko związane z inwestowaniem w akcje (24%), stopień atrakcyjności

¹ Badani mieli możliwość zaznaczenia co najmniej jednej odpowiedzi. W związku z tym odpowiedzi te należy rozumieć jako „% wskazań”. W celu uproszczenia opisu w opracowaniu przyjęto zapis „%”.

sektorów gospodarki (23%) oraz funkcjonalność systemu transakcyjnego i łatwość zawierania transakcji (23%). Mniejsze znaczenie w stosunku do pozostałych mają natomiast dla inwestorów czynniki niezwiązane bezpośrednio z determinantami kursów akcji, takie jak koszty dotyczące przeprowadzanych transakcji (13%), możliwość bieżącej korekty decyzji inwestycyjnych, czy uregulowania prawne na rynku kapitałowym (6%). Można przypuszczać, że czynniki związane z infrastrukturą rynku kapitałowego, obszaru technologii oraz uwarunkowań prawnych, a zatem niedotyczące strictly sytuacji ekonomiczno-finansowej, tendencji na giełdach oraz ich rozwoju, nie mają prawdopodobnie większego przełożenia na proces decyzyjny inwestorów.

Tabela 1

Czynniki brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym w opinii inwestorów

Treść	Udział opinii inwestorów (%) w zależności od:									Średnio
	wieku (lata)			okresu inwestowania na giełdzie (lata)			skali zaangażowanego kapitału (zł)			
	18–35	36–55	>55	<5	6–15	> 15	<25 000	25–55 000	>55 000	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Ogólna sytuacja makroekonomiczna kraju	43,5	34,1	36,4	17,6	41,9	40,0	39,5	29,6	40,0	37,0
Tendencje na światowych rynkach kapitałowych (globalne trendy na kluczowych giełdach)	60,9	77,3	48,5	35,3	69,8	70,0	63,2	59,3	68,6	64,0
Wyniki finansowe spółki	73,9	56,8	60,6	64,7	69,8	52,5	60,5	59,3	65,7	62,0
Wycena akcji spółki (wartość wewnętrzna akcji)	52,2	29,5	24,2	41,2	37,2	25,0	39,5	18,5	37,1	33,0
Ryzyko związane z inwestowaniem w akcje	26,1	22,7	24,2	17,6	30,2	20,0	23,7	18,5	28,6	24,0
Stopień atrakcyjności sektorów gospodarki	26,1	18,2	27,3	11,8	20,9	30,0	18,4	18,5	31,4	23,0
Faza cyklu koniunkturalnego na giełdzie (recesja, wzrost, stagnacja)	47,8	45,5	36,4	29,4	51,2	40,0	42,1	33,3	51,4	43,0
Koszty związane z przeprowadzanymi transakcjami giełdowymi (wysokość prowizji transakcyjnych, opłaty związane z opodatkowaniem dochodów itp.)	4,3	20,5	9,1	5,9	14,0	15,0	5,3	7,4	25,7	13,0

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Poziom oczekiwanych stóp zwrotu (oszacowane zyski z przyszłych inwestycji)	13,0	34,1	24,2	23,5	23,3	30,0	23,7	22,2	31,4	26,0
Informacje dotyczące sytuacji wewnętrznej spółki oraz otoczenia, w którym działa (struktura organizacyjna, doświadczenie kierownictwa, pozycja na rynku, ocena konkurencji itp.)	21,7	27,3	27,3	29,4	25,6	25,0	21,1	29,6	28,6	26,0
Wysokość dywidend wypłacanych przez spółkę	30,4	43,2	36,4	52,9	32,6	37,5	26,3	55,6	37,1	38,0
Uwarunkowania prawne na rynku kapitałowym	8,7	6,8	3,0	5,9	7,0	5,0	7,9	3,7	5,7	6,0
Bieżące nastroje inwestorów na giełdzie	34,8	40,9	39,4	29,4	39,5	42,5	39,5	40,7	37,1	39,0
Kształtowanie się notowań głównych indeksów giełdowych (WIG, WIG20 itp.)	39,1	43,2	33,3	35,3	37,2	42,5	50,0	25,9	37,1	39,0
Możliwość bieżącej korekty decyzji inwestycyjnych	13,0	13,6	9,1	11,8	14,0	10,0	13,2	14,8	8,6	12,0
Dostępność do źródeł informacji, tj. serwisów informacyjnych, analiz, rekomendacji analityków, sprawozdań finansowych spółek itp.	21,7	34,1	18,2	23,5	30,2	22,5	23,7	22,2	31,4	26,0
Płynność rynku giełdowego	43,5	47,7	30,3	17,6	41,9	50,0	42,1	33,3	45,7	41,0
Funkcjonalność systemu transakcyjnego i łatwość zawierania transakcji	17,4	27,3	21,2	23,5	18,6	27,5	23,7	33,3	14,3	23,0
Inne odpowiedzi	8,7	0,0	0,0	0,0	4,7	0,0	0,0	0,0	5,7	2,0

Źródło: opracowanie własne.

Odpowiedzi dotyczące tendencji na światowych giełdach, jako czynnika branego pod uwagę przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym, dominowały w grupach osób poniżej 55 roku życia oraz ze stażem inwestowania przekraczającym okres 6 lat. Wraz z wydłużeniem okresu inwestowania, zwiększało się również znaczenie takich czynników jak stopień atrakcyjności gospodarki, koszty związane z transakcjami, bieżące nastroje,

kształtowanie się głównych indeksów giełdowych na GPW w Warszawie oraz płynność rynku giełdowego. Zaangażowanie większego kapitału przez inwestorów wiązało się z kolei z większą wrażliwością inwestorów, co do wysokości kosztów dotyczących przeprowadzanych transakcji giełdowych. Oznacza to, że inwestorzy, będący w posiadaniu portfeli inwestycyjnych o najwyższej wartości kierują się przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym w większym stopniu wysokością prowizji transakcyjnych, opłatami związanymi z opodatkowaniem dochodów oraz innymi kosztami wynikającymi z działalności inwestycyjnej, niż osoby z mniejszym zaangażowanym kapitałem. W przypadku czynników dotyczących kosztów transakcyjnych, poziomu oczekiwanych stóp zwrotu, dostępności do źródeł informacyjnych oraz funkcjonalności systemu transakcyjnego i łatwości zawieranych transakcji, przeważającą grupę stanowiły odpowiedzi udzielone przez inwestorów z grupy wiekowej 36–55 lat.

Inwestorzy przy analizie kursów akcji obserwują w głównej mierze rynek polski (tabela 2). Kursy akcji na GPW w Warszawie są przedmiotem analizy 97% badanych, wśród których znaleźli się wszyscy inwestorzy w wieku powyżej 55 lat, o najniższym kapitale oraz ponad 97,4% osób inwestujących przez okres co najmniej 6 lat. Około 40% badanych osób obserwuje notowania giełd amerykańskich, tj. NYSE Euronext oraz NASDAQ OMX, co dotyczy w szczególności osób poniżej 35 roku życia, o średnim okresie inwestowania na giełdzie oraz skrajnych grup w zakresie skali zainwestowanego kapitału. Duży udział wskazań inwestorów, wynoszący średnio 40%, odnosił się do giełdy niemieckiej, co może potwierdzić jej dominującą pozycję wśród giełd europejskich. Wśród tych odpowiedzi przeważającą część stanowiły opinie inwestorów ze średnich grup, według wszystkich podanych kryteriów ich podziału.

Tabela 2

Preferencje inwestorów w zakresie obserwowanych giełd

Treść	Udział opinii inwestorów (%) w zależności od:									Średnio
	wieku (lata)			okresu inwestowania na giełdzie (lata)			skali zaangażowanego kapitału (zł)			
	18–35	36–55	>55	<5	6–15	>15	<25 000	25–55 000	>55 000	
GPW w Warszawie	95,7	95,5	100,0	94,1	97,7	97,5	97,4	100,0	94,3	97,0
NYSE Euronext	65,2	45,5	24,2	17,6	53,5	42,5	52,6	29,6	42,9	43,0
NASDAQ OMX	52,2	47,7	27,3	23,5	48,8	42,5	42,1	37,0	45,7	42,0
London Stock Exchange Group	39,1	25,0	18,2	5,9	30,2	30,0	26,3	14,8	34,3	26,0
Deutsche Börse	39,1	52,3	24,2	5,9	41,9	52,5	36,8	25,9	54,3	40,0
Tokyo Stock Exchange	30,4	20,5	9,1	5,9	20,9	22,5	23,7	11,1	20,0	19,0
Inne odpowiedzi	0,0	11,4	6,1	0,0	2,3	15,0	7,9	3,7	8,6	7,0

Źródło: opracowanie własne.

Wraz z rosnącym wiekiem inwestorów malała ich skłonność do obserwacji giełd zagranicznych, co potwierdzają wyniki badań w zakresie odpowiedzi nie tylko dla parkietów amerykańskich, ale również dla giełd w Londynie czy Tokio, natomiast zwiększało się zainteresowanie rynkiem krajowym. Na inne warianty odpowiedzi wskazało 7% inwestorów, którzy obserwują również giełdy m.in. we Francji, Chinach, Hong-Kongu, Brazylii i Szanghaju.

Przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym inwestorzy stosują w większości dwa podejścia – metody analizy technicznej oraz metody fundamentalne (tab. 3). Metody polegające na wizualnej ocenie wykresów dotyczących cen akcji i obrotów wykorzystuje najwięcej, tj. 71% badanych, a z kolei metody badające ekonomiczno-finansowe uwarunkowania się kursów akcji – 58%. Większa popularność analizy technicznej może wynikać przede wszystkim z faktu, iż metoda ta wydaje się być łatwiejsza i szybsza do przeprowadzenia, w stosunku do analizy fundamentalnej. Duży odsetek osób wykorzystujących dwa rodzaje metod świadczyć może o ich dużej popularności. Wśród inwestorów posługujących się zarówno analizą techniczną, jak i fundamentalną dominowały osoby z najniższej grupy wiekowej, o średnim okresie inwestowania oraz z grup o najwyższym lub najniższym za-inwestowanym kapitale.

Tabela 3

Metody analizy instrumentów finansowych wykorzystywane przez inwestorów

Treść	Udział opinii inwestorów (%) w zależności od:									Średnio
	wieku (lata)			okresu inwestowania na giełdzie (lata)		skali zaangażowanego kapitału (zł)				
	18–35	36–55	> 55	< 5	6–15	> 15	< 25 000	25–55 000		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. Jakimi metodami analizy kieruje się Pani/Pan przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych?										
a) metody analizy technicznej, polegające na wizualnej ocenie wykresów dotyczących cen akcji i obrotów	82,6	84,1	45,5	47,1	76,7	75,0	76,3	55,6	77,1	71,0
b) metody fundamentalne, badające ekonomiczne uwarunkowania kształtowania się kursów akcji, w tym analiza finansowa	73,9	59,1	45,5	41,2	69,8	52,5	60,5	44,4	65,7	58,0
c) nie mam sprecyzowanej metody, podejmuję decyzję w oparciu o chwilowy impuls	8,7	9,1	45,5	35,3	14,0	22,5	15,8	37,0	14,3	21,0
d) inne odpowiedzi	4,3	6,8	0,0	5,9	0,0	7,5	7,9	0,0	2,9	4,0

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1.1. W ramach analizy technicznej do metod decydujących należą (dotyczy odpowiedzi 1a):										
a) analiza wykresów świecowych	69,6	68,2	30,3	29,4	62,8	60,0	60,5	44,4	60,0	78,9
b) analiza formacji liniowych (identyfikacja trendów rynkowych, wyznaczanie kanałów trendu itp.)	60,9	54,5	27,3	29,4	53,5	47,5	50,0	37,0	51,4	66,2
c) wskaźniki i oscylatory (średnie ruchome, fraktalne, analiza wolumenu itp.)	52,2	45,5	24,2	23,5	44,2	42,5	42,1	33,3	42,9	56,3
d) inne odpowiedzi	8,7	4,5	0,0	0,0	4,7	5,0	2,6	0,0	8,6	5,6
1.2. W ramach analizy fundamentalnej do metod decydujących należą (dotyczy odpowiedzi 1b):										
a) analiza makrooceny (m.in. analiza bieżącej kondycji finansowej, sytuacji gospodarczej oraz społeczno-politycznej kraju)	30,4	29,5	18,2	11,8	27,9	30,0	21,1	14,8	40,0	36,6
b) analiza sektora lub sektorów, w których działalność prowadzi spółka	47,8	31,8	21,2	23,5	37,2	30,0	36,8	18,5	37,1	45,1
c) analiza sytuacyjna przedsiębiorstwa, tj. ocena spółki na tle całej gałęzi	43,5	36,4	21,2	17,6	41,9	30,0	34,2	14,8	45,7	46,5
d) analiza w zakresie wyników ekonomiczno-finansowych spółki	60,9	40,9	33,3	41,2	48,8	37,5	42,1	37,0	48,6	60,6
e) inne odpowiedzi	4,3	0,0	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0	2,9	1,4

Źródło: opracowanie własne.

Przeciętnie 21% badanych zadeklarowało, że nie ma sprecyzowanej metody analizy rynku kapitałowego, a decyzje podejmuje w oparciu o chwilowy impuls. Tego rodzaju strategię inwestycyjną stosują w największym zakresie osoby powyżej 55 lat (45,5%), o najkrótszym okresie inwestowania (35,3%) i najmniejszej skali zaangażowanego kapitału (37%). Wśród innych stosowanych metod badających kształtowanie się kursów akcji powoływano się m.in. na własne analizy, teorię fraktali czy psychologię rynku. Osoby wykorzystujące w swoich decyzjach inwestycyjnych podejście techniczne wskazywały często na wykresy świecowe, jako kluczowe narzędzie analizy rynku (średnio 78,9%). Jednocześnie więcej niż połowa badanych za ważne wskazała metody polegające na analizie formacji liniowych (66,2%) oraz wskaźniki i oscylatory (56,3%). W obrębie każdej z tych metod największy

udział wskazań dotyczył odpowiednio osób poniżej 35 lat, z grup o średnim i długim okresie inwestowania oraz ze skrajnych przedziałów w przypadku grupowania względem skali zaangażowanego kapitału. W ramach analizy fundamentalnej badani inwestorzy decydującą rolę przypisali analizie w zakresie wyników ekonomiczno-finansowych spółki. Odpowiedź taką zaznaczyło około 60% respondentów, wśród których dominowały osoby najniższej i średniej grupy wiekowej, o przeciętnym okresie inwestowania oraz najwyższej wartości portfela inwestycyjnego. Średnio 45,1% badanych stosuje analizę sektorową oraz sytuacyjną, z kolei około 37% z nich wykorzystuje w swoich działaniach analizę makrooczenia. Większość wskazanych metod, opierających się na ekonomicznych uwarunkowaniach notowań giełdowych dotyczyło osób w wieku 18–35 lat, o średnim okresie inwestowania i najwyższej skali zaangażowanego kapitału. Wraz z rosnącym wiekiem stwierdzono mniejsze zainteresowanie wykorzystaniem poszczególnych sposobów analizy rynku przez inwestorów, co może wynikać z trudności związanych z ich przeprowadzaniem.

Siłę wpływu poszczególnych czynników wpływających w opinii inwestorów na kształtowanie się kursów akcji przedstawiono w tabeli 4. Według inwestorów kluczową determinantą kształtowania się kursów akcji są wyniki finansowe notowanych spółek. Średnio 98% badanych wskazało, że czynnik ten ma duży lub średni wpływ na notowania giełdowe. Przeważająca część odpowiedzi w zakresie dużego wpływu sytuacji finansowej spółek na kursy akcji, stanowiących 68% wszystkich opinii, dotyczyły inwestorów należących do najniższej grupy wiekowej (78,3%), o średnim okresie inwestowania na giełdzie (79,1%) oraz najmniejszej i największej skali zaangażowanego kapitału (po około 71%). W dalszej kolejności udzielane odpowiedzi odnosiły się do trendów na światowych giełdach oraz bieżących informacji napływających ze spółek (odpowiednio 48% i 46% respondentów wskazało na duży wpływ tych czynników). Około 80% inwestorów uznało jednocześnie, że średni bądź duży wpływ na kształtowanie się kursów akcji mają ogólne zmiany na rynku krajowym, jak również otoczenie rynkowe, w którym działa spółka. Badani inwestorzy wśród czynników wpływających na kursy akcji dostrzegają znaczenie czynników behawioralnych. Średnio 42% respondentów wskazało, że stany emocjonalne ludzi i uwarunkowania psychologiczne oddziałują na kształtowanie się notowań giełdowych w dużym stopniu, a z kolei 32% badanych określiło siłę wpływu tego czynnika jako średnią.

Różnorodność opinii respondentów, dotyczących siły wpływu poszczególnych czynników na notowania giełdowe oraz znaczący udział wskazań dla poszczególnych wariantów, potwierdza wnioski płynące z literatury przedmiotu, iż determinanty kursów akcji mają na ogół złożony charakter. Na wycenę akcji przez rynek wpływa jednocześnie wiele czynników, z czego inwestorzy zdają sobie sprawę. Dane finansowe wydają się jednak odgrywać w świadomości uczestników rynku kluczową rolę.

Tabela 4

Siła wpływu czynników wewnętrznych i zewnętrznych na kształtowanie się cen akcji w opinii inwestorów

Treść	Udział opinii inwestorów (%) w zależności od:									Średnio
	wieku (lata)			okresu inwestowania na giełdzie (lata)			skali zaangażowanego kapitału (zł)			
	18–35	36–55	>55	<5	6–15	>15	<25 000	25–55 000	>55 000	
1. Wyniki finansowe spółek										
a) mały	0,0	4,5	0,0	5,9	2,3	0,0	0,0	7,4	0,0	2,0
b) średni	21,7	27,3	39,4	47,1	18,6	35,0	28,9	33,3	28,6	30,0
c) duży	78,3	68,2	60,6	47,1	79,1	65,0	71,1	59,3	71,4	68,0
2. Bieżące informacje ze spółek (m.in. czynniki sprzedażowe, związane z zarządzaniem, organizacją, technologią w przedsiębiorstwie)										
a) mały	4,3	11,4	9,1	11,8	9,3	7,5	7,9	14,8	5,7	9,0
b) średni	34,8	45,5	51,5	35,3	41,9	52,5	39,5	37,0	57,1	45,0
c) duży	60,9	43,2	39,4	52,9	48,8	40,0	52,6	48,1	37,1	46,0
3. Ogólne zmiany na rynku krajowym (dotyczące polityki rządu, fazy cyklu koniunkturalnego gospodarki, systemu podatkowego itp.)										
a) mały	8,7	18,2	24,2	29,4	16,3	15,0	13,2	29,6	14,3	18,0
b) średni	56,5	47,7	36,4	41,2	48,8	45,0	50,0	48,1	40,0	46,0
c) duży	34,8	34,1	39,4	29,4	34,9	40,0	36,8	22,2	45,7	36,0
4. Otoczenie rynkowe, w którym działa spółka (pozycja na rynku, zmiany w charakterze i stopniu intensywności konkurencji, sytuacja ekonomiczna i sprzedażowa w branży itp.)										
a) mały	13,0	15,9	21,2	29,4	16,3	12,5	7,9	22,2	22,9	17,0
b) średni	60,9	63,6	54,5	52,9	55,8	67,5	73,7	55,6	48,6	60,0
c) duży	26,1	20,5	24,2	17,6	27,9	20,0	18,4	22,2	28,6	23,0
5. Trendy na światowych giełdach										
a) mały	8,7	9,1	12,1	17,6	9,3	7,5	10,5	11,1	8,6	10,0
b) średni	56,5	36,4	39,4	47,1	37,2	45,0	44,7	48,1	34,3	42,0
c) duży	34,8	54,5	48,5	35,3	53,5	47,5	44,7	40,7	57,1	48,0
6. Stany emocjonalne ludzi i ich uwarunkowania psychologiczne										
a) mały	21,7	25,0	30,3	41,2	30,2	15,0	21,1	37,0	22,9	26,0
b) średni	26,1	29,5	39,4	41,2	27,9	32,5	31,6	33,3	31,4	32,0
c) duży	52,2	45,5	30,3	17,6	41,9	52,5	47,4	29,6	45,7	42,0
7. Inne, jakie?										
a) mały	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
b) średni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
c) duży	0,0	6,8	3,0	0,0	4,7	5,0	0,0	7,4	5,7	4,0

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 5 przedstawiono opinie inwestorów dotyczące siły wpływu ważniejszych czynników makroekonomicznych na kształtowanie się notowań giełdowych. Około 80% respondentów wskazało na co najmniej średnie znaczenie m.in. takich czynników jak: dynamika produktu krajowego brutto, kursy walut, stopy procentowe, dane dotyczące eksportu i importu towarów, produkcja sprzedana przemysłu czy popyt krajowy.

Tabela 5

Wpływ czynników makroekonomicznych na kształtowanie się kursów akcji w opinii inwestorów

Treść	Udział opinii inwestorów (%) w zależności od:									Średnio
	wieku (lata)			okresu inwestowania na giełdzie (lata)			skali zaangażowanego kapitału (zł)			
	18–35	36–55	>55	<5	6–15	>15	<25 000	25–55 000	>55 000	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. Dochód narodowy										
a) mały	43,5	34,1	33,3	64,7	30,2	30,0	31,6	51,9	28,6	36,0
b) średni	52,2	50,0	42,4	35,3	53,5	47,5	57,9	33,3	48,6	48,0
c) duży	4,3	15,9	24,2	0,0	16,3	22,5	10,5	14,8	22,9	16,0
2. Dynamika PKB										
a) mały	13,0	13,6	12,1	35,3	14,0	2,5	5,3	33,3	5,7	13,0
b) średni	65,2	40,9	48,5	52,9	53,5	42,5	63,2	29,6	48,6	49,0
c) duży	21,7	45,5	39,4	11,8	32,6	55,0	31,6	37,0	45,7	38,0
3. Popyt krajowy										
a) mały	26,1	13,6	9,1	17,6	23,3	5,0	13,2	18,5	14,3	15,0
b) średni	52,2	54,5	69,7	58,8	55,8	62,5	57,9	55,6	62,9	51,0
c) duży	21,7	31,8	21,2	23,5	20,9	32,5	28,9	25,9	22,9	26,0
4. Produkcja sprzedana przemysłu										
a) mały	39,1	13,6	18,2	29,4	32,6	5,0	23,7	25,9	14,3	21,0
b) średni	34,8	61,4	48,5	35,3	44,2	65,0	44,7	55,6	54,3	51,0
c) duży	26,1	25,0	33,3	35,3	23,3	30,0	31,6	18,5	31,4	28,0
5. Stopa inflacji										
a) mały	17,4	27,3	30,3	35,3	18,6	30,0	23,7	40,7	17,1	26,0
b) średni	60,9	34,1	57,6	47,1	51,2	45,0	52,6	44,4	45,7	48,0
c) duży	21,7	38,6	12,1	17,6	30,2	25,0	23,7	14,8	37,1	26,0
6. Stopy procentowe										
a) mały	17,4	20,5	21,2	29,4	16,3	20,0	18,4	25,9	17,1	20,0
b) średni	34,8	43,2	54,5	47,1	37,2	52,5	42,1	48,1	45,7	45,0
c) duży	47,8	36,4	24,2	23,5	46,5	27,5	39,5	25,9	37,1	35,0
7. Dane dotyczące eksportu i importu towarów										
a) mały	39,1	29,5	42,4	47,1	32,6	35,0	31,6	40,7	37,1	36,0
b) średni	34,8	47,7	51,5	41,2	46,5	47,5	50,0	48,1	40,0	46,0
c) duży	26,1	22,7	6,1	11,8	20,9	17,5	18,4	11,1	22,9	18,0
8. Stopa bezrobocia rejestrowanego										
a) mały	56,5	52,3	57,6	82,4	46,5	52,5	63,2	59,3	42,9	55,0
b) średni	30,4	36,4	36,4	11,8	41,9	37,5	26,3	40,7	40,0	35,0
c) duży	13,0	11,4	6,1	5,9	11,6	10,0	10,5	0,0	17,1	10,0
9. Wskaźnik zatrudnienia ogółem										
a) mały	65,2	61,4	63,6	82,4	51,2	67,5	71,1	66,7	51,4	63,0
b) średni	30,4	34,1	30,3	17,6	39,5	30,0	26,3	29,6	40,0	32,0
c) duży	4,3	4,5	6,1	0,0	9,3	2,5	2,6	3,7	8,6	5,0
10. Spożycie indywidualne w sektorze gospodarstw domowych										
a) mały	52,2	36,4	57,6	64,7	37,2	50,0	39,5	63,0	42,9	47,0
b) średni	34,8	52,3	33,3	35,3	51,2	35,0	50,0	25,9	45,7	42,0
c) duży	13,0	11,4	9,1	0,0	11,6	15,0	10,5	11,1	11,4	11,0

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
11. Nakłady inwestycyjne										
a) mały	26,1	25,0	24,2	17,6	23,3	30,0	23,7	29,6	22,9	25,0
b) średni	52,2	70,5	57,6	64,7	60,5	62,5	63,2	55,6	65,7	42,0
c) duży	21,7	4,5	18,2	17,6	16,3	7,5	13,2	14,8	11,4	13,0
12. Nakłady brutto na środki trwałe										
a) mały	47,8	45,5	45,5	35,3	41,9	55,0	50,0	55,6	34,3	46,0
b) średni	43,5	54,5	51,5	52,9	55,8	45,0	47,4	40,7	62,9	51,0
c) duży	8,7	0,0	3,0	11,8	2,3	0,0	2,6	3,7	2,9	3,0
13. Kursy walut										
a) mały	8,7	9,1	18,2	11,8	14,0	10,0	7,9	22,2	8,6	12,0
b) średni	60,9	47,7	57,6	58,8	53,5	52,5	57,9	51,9	51,4	54,0
c) duży	30,4	43,2	24,2	29,4	32,6	37,5	34,2	25,9	40,0	34,0
14. Inne, jakie?										
a) mały	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
b) średni	4,3	0,0	0,0	0,0	2,3	0,0	2,6	0,0	0,0	1,0
c) duży	0,0	2,3	3,0	0,0	2,3	2,5	2,6	3,7	0,0	2,0

Źródło: opracowanie własne.

Najważniejszą determinantą kształtowania się kursów akcji na GPW w Warszawie są według inwestorów informacje dotyczące dynamiki PKB. Średnio 38% badanych wskazało na duży wpływ tego czynnika na zmienność notowań giełdowych, wśród których dominowały osoby ze średniej grupy wiekowej, najdłuższym stażem inwestowania na giełdzie oraz o najwyższej skali zaangażowanego kapitału. Udział tej odpowiedzi wzrastał wraz z wydłużaniem się okresu inwestowania oraz rosnącą wartością portfela inwestycyjnego. Na duży wpływ kursów walut oraz stóp procentowych wskazało około 35%. Odpowiedzi te dotyczyły głównie inwestorów z najniższej i średniej grupy wiekowej, o co najmniej 6-letnim okresie inwestowania na giełdzie oraz ze skrajnych grup pod względem zainwestowanego kapitału.

Mały wpływ w procesie kształtowania się notowań giełdowych mają zdaniem respondentów czynniki związane z rynkiem pracy, tj. wskaźnik zatrudnienia ogółem (63%) oraz stopa bezrobocia rejestrowanego (55%). Jednocześnie zanotowano większość wskazań dla tych odpowiedzi wśród osób o najkrótszym stażu inwestowania oraz o najniższej wartości portfela inwestycyjnego. Około połowa inwestorów wskazała ponadto na niewielkie znaczenie spożycia indywidualnego w sektorze gospodarstw domowych (47%) oraz nakładów brutto na środki trwałe (46%). Pomimo tego należy uznać, że inwestorzy giełdowi zdają sobie sprawę ze znaczenia grupy czynników makroekonomicznych w procesie kształtowania się notowań walorów giełdowych, co można ocenić pozytywnie.

Uwagi końcowe

W opracowaniu przedstawiono opinie inwestorów, dotyczące czynników kształtujących decyzje na polskim rynku kapitałowym. Na podstawie przeprowadzonych badań sformułowano następujące wnioski:

1. Inwestorzy przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym kierują się wieloma czynnikami. Najistotniejszymi z nich są tendencje na światowych rynkach kapitałowych, tj. trendy na ważniejszych giełdach oraz wyniki finansowe spółek. Duży udział odpowiedzi dotyczących różnorodności tych czynników oznacza, że inwestorzy zdają sobie sprawę ze złożoności problemu i znaczącej liczby determinant, mogących mieć wpływ na notowania giełdowe. Inwestorzy przy analizie kursów akcji obserwują w głównej mierze rynek polski. Wraz z rosnącym wiekiem inwestorów malała ich skłonność do obserwacji giełd zagranicznych, natomiast zwiększało się zainteresowanie rynkiem krajowym.
2. Przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym inwestorzy stosują w większości dwa główne podejścia – metody analizy technicznej oraz metody fundamentalne. Osoby wykorzystujące w swoich decyzjach inwestycyjnych podejście techniczne wskazywały często na wykresy świecowe, jako kluczowe narzędzie analizy rynku, natomiast w ramach analizy fundamentalnej badani inwestorzy decydującą rolę przypisali analizie w zakresie wyników ekonomiczno-finansowych spółki. Zmniejszające się wraz z rosnącym wiekiem zainteresowanie wykorzystaniem poszczególnych sposobów analizy rynku przez inwestorów może wynikać z trudności związanych z ich przeprowadzaniem oraz z obszerności tematyki dotyczącej metod inwestycyjnych, szczególnie podejścia fundamentalnego.
3. Według inwestorów kluczowym czynnikiem oddziałującym na kształtowanie się kursów akcji są wyniki finansowe notowanych spółek. Duży wpływ na zmienność notowań mają zdaniem badanych ogólne zmiany na rynku krajowym, jak również otoczenie rynkowe, w którym działa spółka. Wśród czynników makroekonomicznych inwestorzy za decydujące uznają informacje dotyczące dynamiki PKB, kursów walut oraz stóp procentowych, a za mniej znaczące uznają czynniki związane z rynkiem pracy.

Literatura

- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kowalke K. (2008), *Stosowanie analizy fundamentalnej i technicznej na rynku kapitałowym*, w: *Inwestycje i nieruchomości. Wybrane problemy*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego nr 1, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot, s. 113–119.
- Opolski K., Potocki T., Świst T. (2010), *Teorie inwestycyjne w zarządzaniu bogactwem na przykładzie instytucji Wealth Management*, „Bank i Kredyt” nr 5, s. 77–100.
- Finanse (2013), red. J. Ostaszewski, Difin, Warszawa.
- Ostrowska E. (2007), *Rynek kapitałowy: funkcjonowanie i metody oceny*, PWE, Warszawa.

- Prokopowicz D., Dmowski A. (2010), *Rynki Finansowe*, Difin, Warszawa.
- Starzeński O. (2011), *Analiza rynków finansowych*, C.H. Beck, Warszawa.
- Tarczyńska-Luniewska M. (2013), *Metodologia oceny siły fundamentalnej spółek (giełdowych i pozagiełdowych)*, Zapol, Szczecin.
- Tarczyński W. (2002), *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, PWE, Warszawa.
- Witkowska D., Żebrowska-Suchodolska D. (2008), *Badanie słabej efektywności informacyjnej GPW*, w: *Rynek kapitałowy skuteczne inwestowanie*, red. W. Tarczyński, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 9, Szczecin, s. 155–165.

FACTORS INFLUENCING THE DECISIONS OF INVESTORS IN THE CAPITAL MARKET

Abstract: The aim of the study was to investigate the investors' opinions concerning the factors influencing their decisions in the capital market. A questionnaire was developed and conducted among the group of 100 investors, using the services of five brokerages with a long history of operation. The stock market trends and financial performance of companies are the key determinants of the investors' decisions in the capital market. Economic and financial situation of enterprises is a key determinant of the stock price volatility. Changes in the domestic market as well as the market environment in which the company operates have a large impact on share prices. The results of the research confirmed the intuitive conclusion that external factors, such as the situation in the major world stock markets and economic data, as well as internal, i.e. economic and financial situation of enterprises significantly influence the investment decisions of market participants and have a key influence on share prices on the Warsaw Stock Exchange.

Keywords: stock exchange, investment decisions, capital market

Cytowanie

- Wasilewski M., Juszczyk M. (2015), *Czynniki kształtujące decyzje inwestorów na rynku kapitałowym*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 203–216; www.wneiz.pl/frfu.