

Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym

Praca pod redakcją Danuty Dziawgo

Toruń 2004 Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika

W połowie 2004 r. na polskim rynku wydawniczym ukazała się interesująca książka z zakresu teorii i praktyki finansów, w której podjęto temat oszczędności i inwestycji inwestorów indywidualnych. Książka liczy 737 stron, jest podzielona na cztery części, grupujące tematycznie poszczególne opracowania, których jest 41.

Recenzowana praca jest o tyle wartościowa, że pomimo wielu pozycji poświęconych rynkowi kapitałowemu, giełdzie, instytucjom finansowym w publikacjach tych indywidualny inwestor traktowany jest wycinkowo.

Rozważania prowadzone w pracy poświęcone są głównie opisowi sytuacji inwestorów indywidualnych, jako szczególnego podmiotu rynków finansowych w różnych krajach, a także na współczesnym, międzynarodowym rynku finansowym. Walorem rozważań o pozycji indywidualnych inwestorów jest to, że ich zachowanie i podejmowane decyzje finansowe ma znaczenie nie tylko w wymiarze makroekonomicznym, ale także na płaszczyźnie mikroekonomicznej. Jednak inwestowanie ma także wymiar społeczny, w tym sensie, że dla każdej gospodarki ważne jest szerokie zaangażowanie społeczeństwa w procesy gospodarowania – zarówno kapitałowe, jak i własnościowe.

Należy stwierdzić, że dotychczas w polskiej literaturze przedmiotu relatywnie mało miejsca poświęcano inwestorom indywidualnym, natomiast bardzo dużo opracowań dotyczy inwestorów instytucjonalnych, w szczególności funduszy inwestycyjnych i funduszy emerytalnych. Tymczasem indywidualni inwestorzy,

rozpatrywani często w kontekście gospodarstw domowych, w literaturze zagranicznej poddawani są szerokim badaniom i wnikliwym analizom. O zaangażowaniu nauki w tym zakresie świadczy także to, że funkcjonują już odrębne nazwy dla tej części sektora gospodarczego, jak na przykład finanse osobiste czy finanse domowe. Gospodarstwa domowe wraz z małymi i średnimi przedsiębiorstwami są bowiem podstawą funkcjonowania nowoczesnego społeczeństwa i nowoczesnej gospodarki. Stanowią one integralną, istotną część współczesnego systemu gospodarczego, jak również ważną część współczesnego rynku finansowego. Obecnie w państwach wysoko rozwiniętych większy nacisk kładzie się na zwiększenie roli inwestorów indywidualnych, aby osłabić pozycję inwestorów instytucjonalnych, którzy – jak pokazuje doświadczenie – nie zawsze swoim zachowaniem przyczyniają się do wypełniania przez rynek kapitałowy fundamentalnej funkcji – efektywnej alokacji i wyceny zasobów w gospodarce. Wzrost roli indywidualnych inwestorów jest także warunkiem poddania kontroli obywatelskiej procesów zachodzących na rynkach kapitałowych, ograniczenia zjawiska moralnego hazardu, zachęcania do społecznie odpowiedzialnego (w tym ekologicznego) inwestowania oszczędności itd. Ten kierunek rozwoju rynków finansowych w przekroju podmiotowym jest wielce pożądany także w Polsce. Wynika stąd wysoka ranga problematyki będącej przedmiotem recenzowanej publikacji.

Ważną zaletą opracowania jest krytyczne podejście do wielu poruszanych kwestii. Taka metoda, charakterystyczna dla tej pracy, powoduje, że rozważania są in-

spirujące. Czytelnik jest nieustannie nakłaniany do głębszej refleksji. Wysoki poziom merytoryczny książki został osiągnięty dzięki temu, że udało się zgromadzić znakomity zespół autorów, którzy przygotowali poszczególne fragmenty książki. Zespół ten tworzą teoretycy z czołowych polskich wyższych uczelni, takich jak: Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Szkoła Główna Handlowa, Uniwersytet Gdański, Uniwersytet Łódzki, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Uniwersytet Szczeciński, Wyższa Szkoła Ubezpieczeń i Bankowości. Współautorami książki są przedstawiciele praktyki gospodarczej z głównych instytucji rynku finansowego, takich jak: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce, Citigroup, Allied Irish Banks. Do wspólnego przedsięwzięcia przystąpili ponadto autorzy amerykańscy z U. S. Securities and Exchange Commission oraz National Association of Investors Corporation.

Memento zawiera opis życia i finansów słynnego kompozytora Wolfganga Amadeusza Mozarta, który pomimo wysokich zarobków umarł w nędzy, pozostawił długi i został pochowany w zbiorowym grobie. Zarówno on, jak i jego żona nie potrafili bowiem oszczędzać i inwestować. Wybór tej właśnie postaci dla uświadomienia znaczenia odpowiedzialnego podejścia do finansów rodziny należy uznać za bardzo trafny. Rozsądne gospodarowanie pieniędzmi pozostawiało i wciąż pozostaje bowiem cenną umiejętnością.

Część pierwsza, pt. **Gospodarstwa domowe a oszczędzanie i inwestowanie**, zawiera 10 opracowań, w których wielokrotnie można odnaleźć wątki filozoficzne, zmuszające do głębszej refleksji.

Autorzy poszczególnych opracowań zwracają uwagę na ewolucję, która dokonuje się już w samym definiowaniu oszczędności. Jako przykład można przytoczyć definicję oszczędności czystych Banku Światowego, tj. uwzględniających również przyrost kapitału ludzkiego oraz zmniejszenie majątku z tytułu zużycia nieodnawialnych zasobów materialnych i degradacji środowiska naturalnego. Omówiono także poszczególne podejścia do oszczędzania i inwestowania w ciągle przecież rozwijającej się teorii ekonomii.

Dokonano także krytycznej analizy problematyki bezpieczeństwa zainwestowanych oszczędności w kontekście wyzwań globalizacyjnych oraz wyzwań związanych z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Szczegółowo omówiono tu dyrektywy UE związane z ochroną indywidualnych inwestorów, a także możliwość oceny przez depozytariuszy prawdopodobieństwa upadku banku, wciąż pozostającego instytucją zaufania publicznego.

Na tym tle zaprezentowano poziom oraz strukturę oszczędności i inwestycji gospodarstw domowych

w Polsce, a także tendencje obserwowane w tej dziedzinie. Przeprowadzono analizę ekonomicznych i społecznych uwarunkowań aktywizacji finansowej sektora gospodarstw domowych oraz podjęto próbę określenia perspektyw tej aktywności w Polsce.

Zaprezentowano również doświadczenia brytyjskie oraz amerykańskie w zakresie motywowania obywateli do oszczędzania, a także działania podejmowane przez amerykańską Komisję Papierów Wartościowych w zakresie edukacji indywidualnych inwestorów zgodnie z dewizą, że „na globalizującym się rynku rosnący poziom edukacji inwestorów jest korzystny dla wszystkich”.

W końcowej części przytoczono przykłady zorganizowanych działań wspierających aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów, podejmowanych przez rządy państw, instytucje podległe rządowi, spółki publiczne, a także samych indywidualnych inwestorów – poprzez stowarzyszenia indywidualnych inwestorów oraz kluby inwestycyjne.

W części drugiej, pt. **Indywidualni inwestorzy a pośrednicy finansowi**, przedstawiono 8 rozdziałów, dotyczących pośredników finansowych i ich oferty w zakresie pozyskiwania oszczędności gospodarstw domowych, a także możliwego wpływu opodatkowania przychodów z inwestycji na rozwój oszczędzania i rozwój instytucji wspólnego inwestowania.

W opracowaniach tych wskazano między innymi na zalety i wady inwestowania za pośrednictwem poszczególnych typów inwestorów instytucjonalnych, na czynniki determinujące wybór inwestora instytucjonalnego oraz instrumentów finansowych. Autorzy wskazują także na zmianę specyfiki oszczędzania i inwestowania związaną z przemianami strukturalnymi w instytucjach zajmujących się pośrednictwem finansowym, np. tworzenie grup kapitałowo-bankowych, *bancassurance*, *private banking*. Zwracają również uwagę na nowe formy inwestowania przez zamożnych indywidualnych inwestorów – poprzez fundusze *venture capital*, fundusze *head-gingowe* czy w roli tzw. aniołów biznesu.

Część trzecia, pt. **Indywidualni inwestorzy a funkcjonowanie przedsiębiorstw**, składająca się z 7 opracowań, poświęcona jest zależnościom pomiędzy decyzjami inwestorów indywidualnych a funkcjonowaniem przedsiębiorstw. Zwrócono tu uwagę na możliwości trafnej oceny działalności przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu odpowiednich wskaźników finansowych, poddając jednocześnie ich wykorzystywanie krytycznej analizie. Scharakteryzowanie tych zależności wymagało opisu teorii polityki dywidend oraz sposobów jej prowadzenia w praktyce. Istotny i obecnie szeroko dyskusowany jest problem ładu korporacyjnego w globalizującej się gospodarce, któremu także w tej książce poświęcono sporo uwagi. Po opisie koncepcji interesariusi-

szy i jej ewolucji analizie poddano właśnie zagadnienie władztwa korporacyjnego, także w kontekście UE i powstania paneuropejskiego rynku kapitałowego. Wykazano także opłacalność stosowania w działalności gospodarczej tzw. zasad społecznej odpowiedzialności oraz podano przykłady nacisków akcjonariuszy na zachowania społeczne korporacji w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Na tym tle omówiona została problematyka pozycji i rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wobec procesu integracji europejskiej i tendencji występujących na rynkach europejskich.

Z kolei w części czwartej, zatytułowanej **Indywidualni inwestorzy w wybranych państwach**, zawierającej 15 opracowań, zaprezentowano pozycję indywidualnych inwestorów na wybranych krajowych rynkach finansowych. Omówiono tu przede wszystkim rynek amerykański, brytyjski, niemiecki, francuski i polski, z uwzględnieniem organizacji zrzeszających indywidualnych inwestorów – stowarzyszeń indywidualnych inwestorów oraz klubów inwestycyjnych. Dodatkowo scharakteryzowano rynek belgijski, duński, islandzki, szwedzki, austriacki, meksykański, japoński oraz australijski, a także zaprezentowano międzynarodowe organizacje stowarzyszeń indywidualnych inwestorów i klubów inwestycyjnych: World Federation of Investors Corp., European Shareholders Group Euroshareholders oraz European Association for Share Promotion.

Zaprezentowane dane, dotyczące przede wszystkim rynku Stanów Zjednoczonych oraz Unii Europejskiej, jednoznacznie potwierdzają wysoką pozycję indywidualnych inwestorów na międzynarodowym rynku finansowym.

Należy zgodzić się z prezentowaną w pracy opinią, że inwestycje indywidualnych inwestorów trzeba postrzegać nie tylko w aspekcie ilościowym, ale także jakościowym. W ujęciu kwantytatywnym na znaczenie tych inwestycji jednoznacznie wskazują dane statystyczne. Szacuje się, że indywidualni inwestorzy bezpośredni na poszczególnych rynkach giełdowych posiadają od kilku do kilkudziesięciu procent akcji będących w publicznym obrocie. Dane te dotyczą jedynie krajowych inwestycji bezpośrednich, bez uwzględniania środków zainwestowanych w fundusze inwestycyjne i powierzonych w zarządzanie firmom *asset management*. W ujęciu jakościowym indywidualni inwestorzy wpływają na funkcjonowanie i rozwój nowoczesnego przedsiębiorstwa, nowoczesnej gospodarki oraz nowoczesnego społeczeństwa. Obecność indywidualnych inwestorów ma wpływ m. in. na realokację zasobów finansowych w skali całej gospodarki, redukcję ryzyka inwestycyjnego, prawidłowe funkcjonowanie spółek, a także kreowanie odpowiedzialnego społeczeństwa, zaangażowanego w procesy gospodarcze.

Wprawdzie obecnie można zaobserwować tendencję do spadku udziału indywidualnych inwestorów bezpośrednich w kapitalizacji giełd w ujęciu względnym, jednak rosnąca liczba inwestorów indywidualnych nakazuje zachowanie dużej ostrożności w formułowaniu tezy o malejącym zaangażowaniu indywidualnych inwestorów na giełdzie. W ujęciu bezwzględnym wartość tych inwestycji jednak rośnie. Rośnie również udział bezpośrednich inwestycji kapitałowych w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych.

Jednocześnie – co zaprezentowano w recenzowanej pracy – na wielu rozwiniętych rynkach podejmuje się starania o utrzymanie i napływ kapitałów indywidualnych inwestorów, wykorzystując specjalne programy edukacyjne, zachęty podatkowe, zachęty finansowe oraz organizacje zrzeszające indywidualnych inwestorów.

W kontekście dokonującej się integracji Polski z Unią Europejską oraz działań podejmowanych w celu podnoszenia standardu życia obywateli należy w szczególności zaakcentować konieczność stymulowania gospodarstw domowych do oszczędzania i wykorzystania zgromadzonych oszczędności w kreowaniu nowoczesnego i efektywnego systemu finansowego. Recenzowana książka służy właśnie popularyzacji rozwiązań stosowanych na zachodnich rynkach finansowych oraz inspiruje do tworzenia nowych narzędzi i metod. W okresie rosnącej dominacji inwestorów instytucjonalnych należy również w Polsce podejmować działania dla utrzymania i dalszego pozyskiwania kapitałów inwestowanych bezpośrednio przez inwestorów indywidualnych i wzorem innych państw wykorzystywać potencjał kapitałów pozostających do dyspozycji gospodarstw domowych.

Należy mieć nadzieję, że publikacja ta spopularyzuje prezentowane rozwiązania i zainspiruje do poszukiwania nowych. Książka ta wpisuje się również w toczącą się dyskusję dotyczącą Indywidualnych Kont Emerytalnych oraz modernizacji systemu podatkowego w Polsce.

Z pełnym przekonaniem można więc polecić tę interesującą lekturę czytelnikom zaawansowanym zarówno w teorii, jak i praktyce rynku finansowego. Książka ta jest bowiem prawdziwą kopalnią wiedzy o inwestorach indywidualnych w różnych krajach. Dzieło to stanowi też wartościową lekturę dla czytelników zainteresowanych poznawaniem tajników współczesnych finansów, chociażby dlatego że muszą oni – *nolens volens* – na co dzień podejmować decyzje o przeznaczeniu oszczędności, kierunkach inwestowania, stopniu podejmowanego ryzyka i innych przesłankach decyzyjnych. Książka ta jest wartościową pozycją w polskiej literatury finansowej.

rec. Stanisław Owsiak

EMISJA MONET I BANKNOTÓW W 2004 ROKU

MONETY

Monety przeznaczone na cele kolekcjonerskie

Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (nakład w sztukach)
		Awers	Rewers		
monety ze stopu Nordic Gold					
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzony, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	Zwierzęta świata – morświn – <i>Phocoena phocoena</i>	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Pod orłem oznaczenie roku emisji: 2004, poniżej napis: ZŁ 2 ZŁ. Po bokach łap orła wizerunki flagi państwowej. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW.	Wizerunki dwóch morświnów. U góry i z prawej strony półkolem napis: MORŚWIN <i>Phocoena phocoena</i> . U dołu fragment stylizowanej mapy Polski.	awers: Ewa Tyc-Karpińska rewers: Urszula Walerzak	800.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzony, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	Polscy podróżnicy i badacze – Aleksander Czekański 1833–1876	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, po bokach orła oznaczenie roku emisji: 20–04, pod orłem napis: ZŁ 2 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA poprzedzony oraz zakończony sześcioma perełkami. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW.	Portret Aleksandra Czekańskiego. W tle krajobraz Syberii oraz renifer ciągnący sanie. Z lewej strony oraz u góry półkolem napis: ALEKSANDER CZEKANOWSKI 1833–1876.	awers: Ewa Tyc-Karpińska rewers: Roussanka Nowakowska	700.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzony, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	Dzieje złotego	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, po bokach orła oznaczenie roku emisji: 20–04, pod orłem napis: ZŁ 2 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA poprzedzony oraz zakończony sześcioma perełkami. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW.	Wizerunek rewersu monety 1 złoty z 1924 roku. U góry półkolem napis: DZIEJE ZŁOTEGO na tle stylizowanych pięciopromiennych gwiazd.	awers: Ewa Tyc-Karpińska rewers: Andrzej Nowakowski	800.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzony, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	Wstąpienie Polski do Unii Europejskiej	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, po bokach orła oznaczenie roku emisji: 20–04, pod orłem napis: ZŁ 2 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA poprzedzony oraz zakończony sześcioma perełkami. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW.	W centralnej części stylizowana mapa Polski oraz siedem gwiazd biegnących półkolem od dołu. U góry półkolem napis: WSTĄPIENIE POLSKI oraz na tle mapy w dolnej części napis: DO/UNII EUROPEJSKIEJ.	awers i rewers: Ewa Tyc-Karpińska	1.000.000