

AUTOREFERAT

przedstawiający opis dorobku i osiągnięć naukowych

Rafał Czyżycki

Układ autoreferatu:

1. Imię i Nazwisko	2
2. Posiadane dyplomy, stopnie naukowe/ artystyczne – z podaniem nazwy, miejsca i roku ich uzyskania oraz tytuł rozprawy doktorskiej.....	2
3. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu w jednostkach naukowych/ artystycznych	3
4. Osiągnięcie naukowe stanowiące podstawę postępowania habilitacyjnego wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym (Dz. U. nr 65, poz. 595 ze zm.).....	3
a) tytuł osiągnięcia naukowego	3
b) autor, tytuł publikacji, rok wydania, nazwa wydawnictwa, recenzenci wydawniczy.....	3
c) omówienie celu naukowego pracy i osiągniętych wyników wraz z omówieniem ich ewentualnego wykorzystania	4
5. Omówienie pozostałych osiągnięć naukowo-badawczych (artystycznych)	13

Czyż

1.Imię i Nazwisko

Rafał Czyżycki

2.Posiadane dyplomy, stopnie naukowe/ artystyczne – z podaniem nazwy, miejsca i roku ich uzyskania oraz tytuł rozprawy doktorskiej

2004 Doktor nauk ekonomicznych

Dyplom doktora ekonomii w specjalności: statystyka, ekonometria, rynek nieruchomości uzyskany na Wydziale Zarządzania i Ekonomiki Usług Uniwersytetu Szczecińskiego. Rozprawa doktorska nt: „Metody ilościowe w badaniu wartości rynkowej nieruchomości gruntowych w Polsce”, promotorem w przewodzie doktorskim był prof. zw. dr hab. Waldemar Tarczyński, natomiast recenzentami byli: prof. zw. dr hab. Marek Walesiak, prof. zw. dr hab.inż. Jan Purczyński.

Praca została wyróżniona nagrodą indywidualną Ministra Edukacji Narodowej i Sportu 1.X.2005r. i opublikowana w formie monografii pt: *Metody ilościowe w analizie wartości rynkowej nieruchomości gruntowych w Polsce* w Wydawnictwie Naukowym Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004, s. 241.

2000 Świadectwo ukończenia Studiów podyplomowych w zakresie „Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw” oraz „Pośrednictwo i zarządzanie”

1999 „Szkoła Giełdowa”, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i Uniwersytet Szczeciński; certyfikat ukończenia kursu

1999 Magister ekonomii

Dyplom magistra ekonomii uzyskany na Wydziale Transportu i Łączności Uniwersytetu Szczecińskiego, praca magisterska nt.: „Wykorzystanie statystycznej analizy działalności przedsiębiorstwa w zarządzaniu”, promotor: prof. zw. dr hab. Józef Hozer

3. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu w jednostkach naukowych/ artystycznych

Od 22.03.2004 roku jestem zatrudniony na stanowisku adiunkta w Katedrze Metod Ilościowych, Wydziału Zarządzania i Ekonomiki Usług Uniwersytetu Szczecińskiego.

W okresie od 22.02.1999 do 21.03.2004 roku byłem zatrudniony na stanowisku asystenta w Zespole Metod Ilościowych (obecnie Katedra Metod Ilościowych) Wydziału Transportu i Łączności (obecnie Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług).

4. Osiągnięcie naukowe stanowiące podstawę postępowania habilitacyjnego wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym (Dz. U. nr 65, poz. 595 ze zm.)

a) tytuł osiągnięcia naukowego

Inwestor indywidualny na polskim rynku kapitałowym

b) autor, tytuł publikacji, rok wydania, nazwa wydawnictwa, recenzenci wydawniczy

Rafał Czyżycki, *Inwestor indywidualny na polskim rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, ISBN 978-83-7972-090-3 (ss. 343)

Recenzenci wydawniczy: dr hab. Krzysztof Borowski, prof. SGH
dr hab. Tomasz Miziołek, prof. UŁ



c) omówienie celu naukowego pracy i osiągniętych wyników wraz z omówieniem ich ewentualnego wykorzystania

Rynek kapitałowy jest nie tylko jedną z najważniejszych części gospodarki rynkowej, ale to również najistotniejszy element systemu finansowego państwa. Początki przemian ustrojowych w 1989 roku i budowa gospodarki rynkowej wskrzesiły ideę odbudowy rynku kapitałowego. Fundamentem rozwoju bezpiecznego i przejrzystego rynku kapitałowego w Polsce była Ustawa z 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych¹. Na mocy tej ustawy powołano do życia i określono zasady funkcjonowania Komisji Papierów Wartościowych, Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, a także opisano w niej zasady i ramy działalności maklera, procedurę wprowadzenia papierów wartościowych do publicznego obrotu oraz zasady wtórnego publicznego obrotu takimi papierami. Zmiany zachodzące w ostatnich 25 latach, a szczególnie po wstąpieniu do Unii Europejskiej i konieczności implementacji określonych wspólnotowych rozwiązań, zmierzały przede wszystkim do zwiększenia rzetelności, efektywności, przejrzystości, płynności, innowacyjności i integralności tego rynku. W efekcie, istotnym przeobrażeniem uległ nie tylko sam rynek finansowy w Polsce, ale również diametralnie zmieniła się oferta dostępnych dla klientów indywidualnych papierów wartościowych i instrumentów finansowych, w zasadniczy sposób zmieniły się (głównie na skutek zmian technologicznych) metody inwestowania i kanały dystrybucji, a wreszcie istotnym przemianom ulegli tym zakresie sami inwestorzy indywidualni, co w głównej mierze wynika ze zmian cywilizacyjnych i pokoleniowych, jakie zaszły w Polsce. Ocena rzeczywistych skutków tych zmian jest przedmiotem wielu badań naukowych, które, w zakresie związanym z inwestorami indywidualnymi, wskazują na malejącą rolę i znaczenie inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym. Jako przyczynę tego zjawiska najczęściej, bez przeprowadzenia pogłębionych badań, wskazuje się ogólną prawidłowość w tym zakresie, występującą praktycznie na wszystkich rozwiniętych rynkach kapitałowych świata. Od początku dużą rolę w rozwoju polskiego rynku kapitałowego odgrywają inwestorzy indywidualni. Poza istotnym obniżeniem się liczby aktywnych inwestorów indywidualnych po krachach giełdowych w latach 2001–2002 i 2008–2009, można zauważyć utrzymującą się stałą tendencję spadkową w tym zakresie. Jeszcze w 2000 roku ich udział w obrotach akcjami na głównym rynku Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych wynosił 50%, jednak w pierwszej połowie 2014 roku ukształtował się już tylko na poziomie 13%². Z jednej strony jest to zgodne z mechanizmami występującymi na rynkach rozwijających się i zachodzącymi zmianami systemowymi, polegającymi na

¹ Dz.U. 1991, nr 35, poz. 155, uchylona 4.01.1998 r.

² Por. https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/Inwestorzy_gieldowi-1H2014.pdf.

zwiększaniu zainteresowania rynkiem kapitałowym ze strony inwestorów zagranicznych i instytucjonalnych. Z drugiej strony wynika to wprost ze zmniejszającej się liczby nie tylko obecnych inwestorów indywidualnych, ale również coraz mniejszej skłonności wśród potencjalnych inwestorów do lokowania swoich oszczędności na giełdzie. Spadek zainteresowania rynkiem kapitałowym wśród obecnych i potencjalnych inwestorów w pewnym zakresie wynika z przeświadczenia, że giełda jest „kasynem”, niepodlegającym żadnym obiektywnym regułom, a duży wpływ na nią mają politycy i podejmowane przez nich decyzje, które niejednokrotnie są nie tylko niezrozumiałe i zaskakujące, ale przede wszystkim negatywnie wpływają na realizację określonych strategii inwestycyjnych³. Dodatkowo, wraz z rozwojem rynku kapitałowego pojawiły się nowe instrumenty finansowe, wymagające od inwestorów znacznie większej wiedzy i doświadczenia niż w wypadku dotychczasowych prostych instrumentów udziałowych. Towarzyszy temu jednocześnie przeświadczenie, że skuteczne strategie inwestycyjne, pozwalające uzyskać sukces na giełdzie, bezwzględnie wymagają wykorzystania takich instrumentów. Pojawia się również problem się również problem edukacji ekonomicznej społeczeństwa, dotyczący ogólnie rozumianego rynku finansowego oraz bardziej szczegółowo – rynku kapitałowego. Dotyczy on nie tyle (ale niestety również) edukacji szkolnej na każdym poziomie, co powszechnego systemu wspierania wiedzy ekonomicznej Polaków, z wykorzystaniem różnych mediów oraz dostosowaniem przekazywanych informacji do możliwości grupy docelowej. Można w związku z tym postawić hipotezę, że **istotnym problemem polskiego rynku kapitałowego jest występująca nierównowaga pomiędzy podażą, rozumianą jako obecnie oferowany wachlarz instrumentów finansowych, a zgłaszanym popytem na te instrumenty, który jest wyrażany stopniem zainteresowania ulokowaniem swoich nadwyżek finansowych wśród inwestorów indywidualnych na tym rynku.**

Celem monografii jest analiza możliwości inwestycyjnych inwestorów indywidualnych na polskim rynku kapitałowym, diagnoza przyczyn malejącego zainteresowania tym rynkiem wśród inwestorów detalicznych oraz prognoza dalszego rozwoju tego rynku ze szczególnym uwzględnieniem miejsca, roli i znaczenia na nim inwestorów indywidualnych. Jako szczegółowe cele przyjęto: 1) identyfikację występujących na rynku instrumentów finansowych, umożliwiających budowanie określonych strategii inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych; 2) analizę technicznych, organizacyjnych i prawnych mechanizmów zabezpieczających prawa i interesy inwestorów indywidualnych na poziomie porównywalnym z inwestorami instytucjonalnymi (w uwzględnieniu naturalnych różnic,

³ Przykładem takich sytuacji może być m.in. exposé premiera D. Tuska w dn. 18.11.2011r., w którym padła zapowiedź wprowadzenia podatku od wydobycia miedzi i srebra, co spowodowało spadek kursu akcji KGHM o 22,22% w ciągu dwóch sesji, czy też ogłoszenie przez Ministerstwo Skarbu Państwa w dn. 02.07.2014r. planów pozbycia się 3,5% akcji PGE, co spowodowało spadek kursu tej spółki o 8,04% również w ciągu dwóch kolejnych sesji.

jakie między tymi obiema grupami inwestorów występują); 3) zidentyfikowanie czynników determinujących określone postrzeganie rynku kapitałowego oraz jego atrakcyjności, jako miejsca lokowania potencjalnych nadwyżek finansowych, przez inwestorów indywidualnych.

Ze względu na występujące duże zainteresowanie wśród polskich inwestorów indywidualnych lokowaniem swoich nadwyżek finansowych na rynku giełdowym (a w szczególności na Rynku Głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie), przedmiotem przeprowadzonej analizy jest przede wszystkim ten element rynku kapitałowego i występujące na nim instrumenty finansowe.

Realizacja przedstawionych celów naukowych oraz weryfikacja przyjętej hipotezy badawczej determinuje układ pracy – monografia składa się ze wstępu, pięciu rozdziałów i podsumowania.

Rozdział pierwszy ma charakter wprowadzający do głównego tematu rozprawy i został opracowany na podstawie kwerendy literatury przedmiotu oraz danych statystycznych i jest poświęcony funkcjonowaniu inwestorów indywidualnych na polskim rynku kapitałowym. Scharakteryzowano w nim strukturę instytucjonalną polskiego rynku kapitałowego, ze szczególnym uwzględnieniem miejsca i znaczenia inwestorów detalicznych. Omówiono istotę, znaczenie i sposoby identyfikacji i pomiaru ryzyka związanego z działalnością inwestycyjną na rynku kapitałowym. W rozdziale tym zaprezentowano funkcjonujące prawne, techniczne i organizacyjne rozwiązania, które wzmacniają ochronę praw i zwiększają bezpieczeństwo inwestorów mniejszościowych, którymi w zdecydowanej większości są inwestorzy indywidualni.

W drugim rozdziale zidentyfikowano i dogłębnie scharakteryzowano występujące na polskim rynku kapitałowym instrumenty finansowe. Szczególną uwagę zwrócono na przysługujące inwestorom uprawnienia, wynikające z dysponowania określonymi instrumentami, czynniki determinujące efektywność inwestowania w takie instrumenty oraz ryzyko związane z posiadaniem określonego typu papierów wartościowych. Wskazano sposoby wyceny wartości poszczególnych instrumentów i przedstawiono wykorzystywane w tym zakresie modele. W rozdziale tym przedstawiono również podstawowe statystyki oceniające dotychczasowy poziom zainteresowania inwestorów poszczególnymi instrumentami finansowymi notowanymi na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Trzeci rozdział poświęcono znaczeniu informacji na rynku kapitałowym oraz ocenie jej wpływu na podejmowane decyzje inwestycyjne przez inwestorów. Zwrócono szczególną uwagę na powszechnie występującą na rynku kapitałowym asymetrię informacji (która niestety relatywnie rzadko stanowi przedmiot zainteresowania badaczy polskiego rynku kapitałowego, a jest niezmiernie istotna – zwłaszcza w odniesieniu do uczestnictwa w nim inwestorów indywidualnych) oraz wskazano sposoby jej identyfikacji i pomiaru. Dokonano oceny roli i znaczenia informacji, którymi dysponuje inwestor w analizie

technicznej i fundamentalnej oraz scharakteryzowano klasyczne metody wspomagające decyzje inwestycyjne wchodzące w skład poszczególnych podejść. Przedstawiono znaczenie analizy portfelowej w ograniczeniu ryzyka inwestycyjnego oraz zaprezentowano sposoby oceny efektywności portfeli inwestycyjnych, w tym omówiono dwa najbardziej znane modele wyceny aktywów – CAPM i APT.

W rozdziale czwartym, o charakterze badawczym, przybliżono poglądy związane z rynkiem kapitałowym byłych, obecnych i potencjalnie przyszłych inwestorów detalicznych. W rozdziale tym zwrócono szczególną uwagę na istotną, z punktu widzenia dalszego rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, lukę w wiedzy nie tylko *sensu stricto* związanej z tym rynkiem, ale również w wiedzy ogólnoeconomicznej społeczeństwa. Wyraża się to nie tylko w dużej dyspersji ocen ryzyka związanego z określonymi produktami inwestycyjnymi czy też ważności czynników determinujących podejmowane decyzje inwestycyjne. Istotne znaczenie ma przede wszystkim wysoki odsetek podmiotów, mających trudności z dokonaniem takiej oceny. W rozdziale tym wykazano również istotne różnice w prezentowanych poglądach w zależności od dotychczasowego doświadczenia inwestycyjnego, poziomu dochodów, miejsca zamieszkania czy też płci i wieku respondenta. To z kolei pozwala wysunąć wniosek, że ewentualne programy wspierania świadomości ekonomicznej społeczeństwa, czy też zachęcające do większego zainteresowania się rynkiem kapitałowym, powinny być wielotorowe oraz uwzględniać specyfikę określonej grupy docelowej. Ewentualne wprowadzenie takich rozwiązań będzie miało określony wpływ na dalszy rozwój rynku kapitałowego w Polsce, co jest przedmiotem rozważań w rozdziale kolejnym.

Rozdział piąty ma charakter postulatywny i zawiera istotne zagadnienia i wnioski z punktu widzenia tematyki poruszanej w monografii będące z jednej strony wynikiem przemyśleń Autora wynikających z przeprowadzonego badania, a z drugiej zaś będące efektem analizy dotychczasowego rozwoju (czasami także prognoz) zarówno samego rynku kapitałowego (i szerzej rynku finansowego) w Polsce oraz zmian prawnych, politycznych i instytucjonalnych. Na podstawie wniosków, wynikających z rozdziałów wcześniejszych, opracowano trzy scenariusze rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, analizując czynniki, które potencjalnie pozytywnie lub negatywnie mogą wpłynąć na udział, rolę i znaczenie inwestorów indywidualnych na giełdowym rynku akcji w Polsce. Uwzględniając dotychczasową atrakcyjność polskiego rynku kapitałowego, w porównaniu z rynkami innych państw regionu, wykazano duży wpływ na dalszy rozwój tego rynku przede wszystkim czynników politycznych. W zależności od charakteru przyjętych w najbliższym czasie rozwiązań prawnych, Warszawska Giełda Papierów Wartościowych może stać się albo niekwestionowanym liderem w regionie, albo jedną z wielu giełd o co najwyżej lokalnym znaczeniu.

W zakończeniu podsumowano rozpatrywaną w pracy problematykę, akcentując uzyskane wyniki prowadzonych badań oraz wynikające z nich wnioski.

W celu weryfikacji postawionej hipotezy oraz realizacji założonych celów w pracy wykorzystano różne metody badawcze, a w szczególności:

1. Metodę krytycznej analizy literatury, mającej na celu usystematyzowanie dotychczasowej wiedzy dotyczącej miejsca, roli, znaczenia, możliwości inwestycyjnych oraz dalszej perspektywy dla inwestorów indywidualnych na polskim rynku kapitałowym.
2. Metodę gromadzenia materiału badawczego, w tym:
 - metodę badania dokumentów źródłowych, m.in. ustaw polskiego parlamentu, uchwał WGPW SA, rozporządzeń ministra finansów oraz ustaw i dyrektyw Parlamentu Europejskiego, w celu określenia stopnia ochrony interesów inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym,
 - metodę sondażu diagnostycznego opartą na technice badań ankietowych wykorzystujących standaryzowany kwestionariusz ankiety, co umożliwia ocenę poglądów potencjalnych inwestorów indywidualnych na kwestie związane z inwestowaniem na rynku kapitałowym oraz zidentyfikowanie i scharakteryzowanie czynników determinujących określone postawy wobec tego rynku.
3. Metodę analizy statystycznej, opartej na materiałach statystycznych Federation of European Securities Exchanges, Stockwatch, PricewaterhouseCoopers, KNF, WGPW oraz wybranych, środkowoeuropejskich giełdach papierów wartościowych.
4. Metodę modelowania symulacyjnego, na podstawie której zbudowano scenariusze rozwoju rynku kapitałowego w Polsce.

W monografii wykorzystano krajową i zagraniczną literaturę przedmiotu, obejmującą publikacje zwarte oraz periodyki naukowe z zakresu rynków kapitałowych, krajowych aktów prawnych oraz prawodawstwa Unii Europejskiej, regulujących obrót instrumentami finansowymi, materiałach sprawozdawczych instytucji regulująco-nadzorujących rynek kapitałowy oraz materiałach statystycznych podmiotów organizujących ten rynek. Przeprowadzone analizy statystyczne obejmowały lata 1991–2015.

Zaprezentowane w pracy poglądy oraz rezultaty badań, które pozwoliły pozytywnie zweryfikować przyjętą na wstępie hipotezę oraz zrealizować postawione cele, pozwalają jednocześnie na wysunięcie następujących wniosków:

1. Polski rynek kapitałowy, pomimo jego ograniczeń wielkościowych, z punktu widzenia funkcjonujących rozwiązań prawnych, technicznych i organizacyjnych, należy już do rynków rozwiniętych. Niewątpliwie przysłużyło się temu przystąpienie Polski do Unii Europejskiej i związana z tym konieczność implementacji określonych rozwiązań wspólnotowych, m.in. dotyczących obowiązkowo przekazywanych informacji, zakresu i sposobów ochrony interesów inwestorów, w tym szczególnie inwestorów indywidualnych

czy też stosowanych mechanizmów zapewniających bezpieczeństwo zawieranych transakcji.

2. Instrumenty finansowe będące obecnie przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, umożliwiają zainteresowanym inwestorom indywidualnym nie tylko wejście na ten rynek, ale również pozwalają realizować określone strategie inwestycyjne, zgodne z ich preferencjami i skłonnościami do podejmowania określonego ryzyka. Istotnym problemem występującym wśród inwestorów indywidualnych jest natomiast mała skłonność do odpowiedniego zdywersyfikowania swojego portfela inwestycyjnego. Według badań przeprowadzonych przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych wynika, że w 2013 roku co drugi polski inwestor miał w swoim portfelu akcje nie więcej niż trzech spółek giełdowych, a u prawie 90% nie przekraczała ona liczby siedmiu spółek. Polski inwestor indywidualny zachowuje się jednak podobnie, jak inwestorzy w innych krajach, w których pomimo długoletniego i szeroko zakrojonego doradztwa finansowego, skupiającego się przede wszystkim na budowaniu dobrze zdywersyfikowanych portfeli inwestycyjnych, wielu inwestorów indywidualnych i tak koncentruje swoją uwagę inwestycyjną tylko na małej liczbie akcji. Zdecydowanie lepiej natomiast wypada porównanie polskiego inwestora indywidualnego z inwestorami zagranicznymi w zakresie zainteresowania instrumentami pochodnymi. O ile w przypadku 25 mln rachunków maklerskich w USA, do mniej niż 5% przypisane są jakiegokolwiek instrumenty opcyjne, a praktycznie w ogóle nie występują kontrakty terminowe, udział polskiego inwestora indywidualnego w obrotach opcjami i kontraktami na krajowym rynku kapitałowym wynosi około 50%.
3. Wysokie zainteresowanie bardziej ryzykownymi instrumentami finansowymi wśród polskich inwestorów indywidualnych wynika przede wszystkim z ich ograniczonej wiedzy i bardziej emocjonalnego charakteru podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Ocena ryzyka związanego z inwestycjami na rynku kapitałowym różni się nie tylko ze względu na klasycznie wskazywane czynniki, jakimi są dochody (na duże ryzyko inwestowania w akcje wskazało ponad 64% respondentów o dochodach gospodarstw domowych do 2500 zł netto i 47% o dochodach przekraczających 4500 zł netto), wiek (w przypadku akcji na duże ryzyko inwestycyjne wskazało 43% osób do 25 roku życia i 64% powyżej 45 roku życia) czy miejsce zamieszkania (małe ryzyko związane z akcjami wskazało 8% mieszkańców miast do 20 tys. mieszkańców i 4% respondentów zamieszkujących miasta liczące powyżej 200 tys. mieszkańców), ale przede wszystkim ze względu na dotychczasowe doświadczenie respondentów. O ile na duże ryzyko związane z inwestycjami w akcje wskazuje co drugi respondent niemający żadnego praktycznego doświadczenia z rynkiem kapitałowym, to już odsetek ten zwiększa się do ponad 83% osób, które obecnie są inwestorami giełdowymi i do 100% osób, które w przeszłości

inwestowały na giełdzie. W przypadku ostatniej grupy, pogłębione badania wskazują na występujący w tym przypadku klasyczny mechanizm polegający na wejściu i wyjściu z rynku w najmniej odpowiednim momencie. Dotyka on przede wszystkim osoby o niewystarczającej wiedzy teoretycznej i bardzo małym lub wręcz żadnym doświadczeniu praktycznym związanym z inwestowaniem na rynku kapitałowym. Osoby takie podejmują najczęściej decyzje o zostaniu inwestorem giełdowym lub rezygnacji z takich inwestycji tylko na podstawie informacji medialnych, które w okresach hossy, nawet tuż przed jej końcem, sprowadzają się do prognozowania kolejnych rekordów na giełdach, a w okresach bessy – do nadmiernego epatowania negatywnymi informacjami o rynku kapitałowym, potęgującymi panikę wśród inwestorów. W wyniku tego duża część nowych, niedoświadczonych inwestorów dokonuje inwestycji na rynku w ostatniej fazie hossy i wycofuje się z niego albo tuż po największych przecenach, albo tuż przed początkiem nowego trendu wzrostowego. W konsekwencji realizują oni straty z inwestycji giełdowych i często już po „wyjściu” z giełdy obserwują albo korektę wzrostową, albo wzrosty związane z nowym trendem. To z kolei powoduje głębokie przeświadczenie u takich inwestorów, że giełda papierów wartościowych to ostatnie miejsce, w którym warto ulokować swoje oszczędności.

4. Kolejnym problemem występującym na polskim rynku kapitałowym jest zakres i sposób przekazywania inwestorom indywidualnym istotnych informacji związanych z tym rynkiem, umożliwiających dokonywanie świadomych i racjonalnych decyzji inwestycyjnych oraz zrozumienie zachodzących na tym rynku procesów. Informacje przekazywane przez media ogólnotematyczne oceniane są najczęściej jako mało istotne i nieprzydatne lub zawierające zbyt dużo zagadnień czysto teoretycznych. Zdecydowanie lepiej w tym zakresie oceniane są media specjalistyczne, wskazywane jako źródło odpowiedniej ilości informacji o właściwej strukturze teoretyczno-praktycznej, jednak znajdują się one praktycznie w sferze zainteresowania osób już inwestujących na giełdzie. Wyższe szkolnictwo ekonomiczne, które powinno stanowić główne źródło wiedzy o jednym z podstawowych filarów współczesnej gospodarki, jakim jest rynek kapitałowy, zostało przez respondentów ocenione pod tym względem bardzo słabo. 34% respondentów oceniło, że studia ekonomiczne dostarczają zbyt dużo informacji teoretycznych, które nie są poparte praktycznymi przykładami, 19%, że otrzymane w czasie studiów informacje są mało przydatne i niepraktyczne, a tylko 14%, że struktura i zakres informacji o rynku kapitałowym jest właściwa. Osobnym problemem jest natomiast ogólnie stosunek Polaków do wiedzy ekonomicznej i potrzeby jej ewentualnego pogłębiania. Badania

przeprowadzone w 2009 roku⁴ wykazały m.in., że tylko 5% Polaków ocenia swoją wiedzę na temat zagadnień finansowych za dużą lub bardzo dużą i aż 62% jako małą lub bardzo małą, jednocześnie niecałe 50% osób uważa posiadanie większej wiedzy finansowej, jako coś przydatnego w życiu, 27% postrzega zagadnienia finansowe jako coś interesującego, a ze specjalistycznymi programami w telewizji lub internecie kontakt (nawet sporadyczny) ma tylko 20% Polaków.

5. Istotny wpływ na dalszy rozwój polskiego rynku kapitałowego, w tym udział na nim inwestorów indywidualnych ma również występujące duże ryzyko polityczne. Wynika ono przede wszystkim z bardzo dużego zaangażowania na giełdzie papierów wartościowych, w roli akcjonariuszy większościowych lub mających decydujący głos w spółkach Skarbu Państwa. Spółki te, w powszechnej świadomości, charakteryzują się bardzo niskim poziomem stosowania tzw. ładu korporacyjnego. Dodatkowym problemem jest wysoki stopień regulowania przez państwo, w sposób bezpośredni lub pośredni, działalności spółek funkcjonujących w określonych branżach i sektorach, w tym m.in. w sektorze wydobywczym, energetycznym czy finansowym.
6. Aktywną i jednocześnie pozytywną rolę w rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, zmierzającą do zwiększenia roli i znaczenia inwestorów indywidualnych, odgrywa Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Poza wskazanym już wysokim poziomem stosowanych rozwiązań prawnych, technicznych i organizacyjnych zapewniających skuteczność i efektywność realizacji samych transakcji giełdowych, WGPW SA podejmuje wiele działań proedukacyjnych dla obecnych i przyszłych inwestorów. Zachęca również notowane na giełdzie spółki do przestrzegania zasad ładu korporacyjnego, m.in. opracowując *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016*⁵ oraz „promując” takie spółki poprzez umieszczanie ich w giełdowym indeksie spółek odpowiedzialnych społecznie WIG-RESPECT.
7. Istotnym problemem występującym w Polsce jest niski poziom wiedzy i świadomości ekonomicznej społeczeństwa. Przekłada się on bezpośrednio na niewielkie zainteresowanie rynkiem kapitałowym wśród potencjalnych inwestorów detalicznych oraz na mało zachęcające, do dalszego pozostawania na tym rynku, efekty działalności inwestycyjnej obecnych inwestorów indywidualnych. W szerszej perspektywie czynnik ten może spowodować pojawienie się zjawiska wykluczenia ekonomicznego znacznej części społeczeństwa. Niewątpliwie konieczne i oczekiwane jest więc podjęcie odpowiednich działań edukacyjnych przez wiele instytucji państwowych.

⁴ D. Maison, *Polak w świecie finansów. O psychologicznych uwarunkowaniach zachowań ekonomicznych Polaków*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2013, s. 183–203.

⁵ http://static.gpw.pl/pub/files/PDF/RG/DPSN2016__GPW.pdf (4.01.2016).

Przedstawione w monografii wyniki badań oraz płynące z nich wnioski, które pozwoliły na rozwinięcie i zweryfikowanie postawionej hipotezy, można postrzegać jako wkład teoretyczny w istniejący dorobek naukowy z zakresu rynków kapitałowych (w tym m.in. szeroka analiza determinantów udziału inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym w Polsce przy uwzględnieniu całej gamy czynników jak np. poziom wiedzy i doświadczenia, wielkość dochodów, płeć, wiek i miejsce zamieszkania inwestorów, kompleksowe scharakteryzowanie miejsca i roli inwestorów indywidualnych w strukturze instytucjonalnej rynku kapitałowego w Polsce, zaprezentowanie przepisów prawnych oraz rozwiązań technicznych i organizacyjnych wzmacniających ochronę praw i interesów inwestorów indywidualnych, wszechstronną i dogłębną analizę instrumentów finansowych dostępnych dla tych inwestorów na polskim rynku kapitałowym, wnikliwe rozwinięcie problemu asymetrii informacji występującej na rynku kapitałowym i niezmiennie istotnej - zwłaszcza w odniesieniu do uczestnictwa na nim inwestorów indywidualnych), natomiast przegląd i analiza determinant dalszego rozwoju tego rynku w Polsce ma również aspekt aplikacyjny. Wykazane w pracy uwarunkowania determinujące określony charakter zmian na rynku kapitałowym, umożliwiają lepsze zrozumienie dynamiki dotychczas zachodzących zmian w badanym obszarze oraz pozwala zobiektywizować uwarunkowania przyszłych zmian. Pomimo, że tematyka poruszana w monografii jest dość częstym przedmiotem analiz na świecie, o tyle w Polsce była ona dotychczas relatywnie rzadko eksplorowana w tak szerokim zakresie. Dotychczas w polskojęzycznej literaturze przedmiotu głównym przedmiotem zainteresowania była działalność inwestorów instytucjonalnych. Jest to zatem jedna z nielicznych publikacji na krajowym rynku wydawniczym, która w sposób tak gruntowny i wszechstronny zajmuje się problematyką obecności i znaczenia inwestorów indywidualnych na polskim rynku kapitałowym (z reguły tematyka ta stanowiła bowiem dotychczas co najwyżej jedynie pewien element szerszych rozważań dotyczących polskiego rynku kapitałowego lub była przedmiotem fragmentarycznych analiz w artykułach naukowych), co z pewnością stanowi jej bardzo istotny walor. Ponadto należy wskazać, iż ma ona wymiar zarówno teoretyczny, jaki praktyczny, dzięki czemu powinna zainteresować bardzo różne grupy podmiotów – poczynając od środowiska naukowego, poprzez praktyków rynku finansowego (w szczególności zaś instytucje finansowe (i niefinansowe) kierujące swoją ofertą głównie do inwestorów indywidualnych), aż po podmioty zajmujące się organizacją obrotu instrumentami finansowymi (przede wszystkim Giełdę Papierów Wartościowych S.A. i domy maklerskie), instytucje regulujące i nadzorujące rynek finansowy w Polsce (głównie Komisję Nadzoru Finansowego) i Narodowy Bank Polski. Praca powinna być jednocześnie przyczynkiem do dalszych, bardziej ukierunkowanych analiz i debat nad kondycją grupy inwestorów indywidualnych w Polsce, które powinny

zaowocować konkretnymi działaniami o charakterze regulacyjnym i organizacyjnym służącymi interesom zarówno obecnych, jak i przyszłych inwestorów indywidualnych.

5. Omówienie pozostałych osiągnięć naukowo-badawczych

Po uzyskaniu stopnia doktora nauk ekonomicznych moja aktywność naukowa ewoluowała w kierunku rynku kapitałowego, będącego istotnym elementem rynku finansowego. Szczególnie koncentrowałem się na badaniu czynników, które bezpośrednio lub pośrednio związane są z miejscem, znaczeniem i możliwościami inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym, determinując podejmowanie przez nich określonych decyzji inwestycyjnych oraz wpływają na ich efektywność.

W ramach prowadzonych badań można wyróżnić trzy obszary:

- I. Badania związane z występującym na rynku kapitałowym ryzykiem i sposobami jego ograniczenia;
- II. Badania związane z modelowaniem stóp zwrotu z instrumentów finansowych i ich znaczeniu w podejmowanych decyzjach inwestycyjnych;
- III. Badania związane z rolą i znaczeniem instytucji funkcjonujących na rynku kapitałowym dla inwestorów indywidualnych.

I. Badania związane z występującym na rynku kapitałowym ryzykiem i sposobami jego ograniczenia

Podejmowanie decyzji inwestycyjnych przez inwestorów, w tym inwestorów indywidualnych, nierozzerwalnie związane jest z występującym na rynku kapitałowym ryzykiem. W momencie podejmowania decyzji inwestycyjnych inwestor nie dysponuje bowiem pełnym zestawem pożądaných informacji, a jako podstawowe źródło ryzyka wskazuje się przede wszystkim niepewność co do wysokości stopy zwrotu w przyszłości. Zdecydowaną większość inwestorów cechuje duża awersja do ryzyka, a przez to preferują oni przede wszystkim inwestycje charakteryzujące się małą zmiennością stóp zwrotu.

Wyniki badań przeprowadzonych w ramach tego obszaru badawczego, zostały zaprezentowane w następujących publikacjach:

- Rafał Czyżycki, *Brand of The Investment Fund Companies and Risk of an Investment At A Capital Market for an Individual Investor*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu

Szczecińskiego nr 823, Problemy Zarządzania Finansów i Marketingu nr 34, Szczecin 2014, s.9-22.

- Rafał Czyżycki, *Spółki teleinformatyczne jako spółki defensywne na Giełdzie Papierów Wartościowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 746, Ekonomiczne Problemy Usług nr 101, Szczecin 2012, s. 81-89.
- Rafał Czyżycki, Jan Purczyński, *Ryzyko inwestycji w spółki sektora TSL na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*, Logistyka 6/2014, s. 2956-2964.

W ramach tego obszaru badawczego przeprowadziłem badania związane z oceną poziomu ryzyka związanego z inwestowaniem w spółki poszczególnych sektorów gospodarki narodowej oraz wykazałem, że w ramach jednej grupy spółek wstępują spółki obciążone mniejszym poziomem ryzyka dla inwestorów (przede wszystkim spółki duże), jak i charakteryzujące się dużą zmiennością stóp zwrotu. Na podstawie przeprowadzonych badań udowodniłem, że w przypadku inwestorów preferujących inwestowanie pasywne, długoterminowe, czyli związane przede wszystkim z ochroną zainwestowanego kapitału, w sferze zainteresowania powinny znaleźć się tzw. spółki defensywne, czyli spółki sektora użyteczności publicznej, spożywczego, energetycznego oraz telekomunikacyjnego. W przypadku podjęcia decyzji o inwestowaniu na rynku kapitałowym za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych wykazałem, że ostatecznie osiągnięty wynik przez inwestora indywidualnego uzależniony jest nie tylko od wyboru typu funduszu, ale również odpowiedniego wyboru w ramach danej grupy funduszy. Udowodniłem dodatkowo, że z punktu widzenia minimalizacji ryzyka inwestycyjnego, optymalnym podejściem dla inwestorów jest dywersyfikacja i budowa odpowiedniego portfela funduszy inwestycyjnych.

II. Badania związane z modelowaniem stóp zwrotu z instrumentów finansowych i ich znaczeniu w podejmowanych decyzjach inwestycyjnych

Stopa zwrotu oprócz ryzyka jest jednym z najważniejszych pojęć w teorii i praktyce finansów. Jest ona podstawową determinantą m.in. przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Od poziomu prawdopodobieństwa osiągnięcia określonego zysku lub poniesienia ewentualnej straty inwestorzy najczęściej uzależniają decyzję nabycia lub zbycia określonych papierów wartościowych. Przy szacowaniu wielkości takiego prawdopodobieństwa, w praktyce bardzo często przyjmuje się założenie o normalności rozkładu stóp zwrotu. Założenie takie jest również często przyjmowane w różnego typu modelach opisujących funkcjonowanie rynku kapitałowego czy też mających wspomagać decyzje inwestycyjne. Występuje ono w modelu wyceny opcji Blacka-Scholsa, w modelu wyceny aktywów finansowych CAPM lub w przypadku wyznaczania wartości narażonej na

ryzyko (VaR). Założenie o normalnym rozkładzie stóp zwrotu przyjmuje się przede wszystkim w celu przyspieszenia, uproszczenia i ułatwienia dokonywania określonych obliczeń. Jednak istotne odstępstwo rzeczywistych stóp zwrotu od przyjętych w założeniach może spowodować szereg negatywnych konsekwencji. Może m.in. być podstawą do zakwestionowania wiarygodności, a przez to aplikacyjności wielu technik, metod i modeli wykorzystywanych do analiz, diagnoz i prognoz rynku kapitałowego.

Wyniki badań przeprowadzonych w ramach tego obszaru badawczego, zostały zaprezentowane w następujących publikacjach:

- Rafał Czyżycki, *Arithmetic or logarithmic rate of return? The impact of the choice made on the distribution modeling results*, [in:] Contemporary Socio-Economic Issues and Problems, ed. A. Sokół, I. Figurska, K. Dreła, Bratislava 2016, s. 19-29.
- Rafał Czyżycki, *Skewness in return rate distribution modeling*, [in:] Modern Conditions of development. Economics and Management, Ed. J. Rosak-Szyrocka, A. Sokół, Celje 2016, s.57-69.
- Rafał Czyżycki, *Using kernel function and A-stable distribution for determining Value at Risk (VAR) for companies included in the WIG20 index on the Warsaw Stock Exchange*, Magnanimitas, Hradec Králové, 2014, s.1422-1431.
- *Estymacja jądrowa w modelowaniu rozkładu stopy zwrotu*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu 2013, t.47, nr 2, s. 93-102.
- *Using GED (Generalized Error Distribution) for modeling distribution of the rates of return*, Magnanimitas, Hradec Králové, 2013, s.1530-1535.

W ramach tego obszaru badawczego przeprowadziłem badania związane z możliwością wykorzystania innych rozkładów niż rozkład normalny do modelowania stóp zwrotu z instrumentów finansowych. Wskazałem na istotne znaczenie w tym zakresie podejść nieklasycznych, w tym wykorzystania estymacji jądrowej. Wykazałem jednocześnie, że prawdopodobieństwo otrzymania rozkładu stopy zwrotu zgodnego z teoretycznym, nie zależy w sposób istotny od przyjętej do modelowania stopy zwrotu. Zarówno w przypadku zwykłej, jak i logarytmicznej stopy zwrotu, szansa otrzymania rozkładu zgodnego z teoretycznym jest taka sama niezależnie od tego, czy modelowana jest dzienna, tygodniowa czy też miesięczna stopa zwrotu. Nie zależy ono również od długości przyjętego horyzontu estymacji, natomiast uwzględnienie możliwości występowania skośności rozkładu stóp zwrotu zasadniczo zwiększa prawdopodobieństwo otrzymania rozkładu zgodnego z założonym, jednakże i w tym zakresie poziom wzrostu prawdopodobieństwa uzależniony jest od rodzaju przyjętego do modelowania rozkładu. Wykazałem również, że istotne znaczenie ma natomiast stopień rozwoju rynku kapitałowego. W przypadku rynków rozwijających się, jakim jest niewątpliwie jeszcze polski rynek kapitałowy, prawdopodobieństwo otrzymania

rozkładu zgodnego z modelowanym jest istotnie mniejsze w porównaniu do modelowania indeksów giełd rozwiniętych (np. S&P500).

III. Badania związane z rolą i znaczeniem instytucji funkcjonujących na rynku kapitałowym dla inwestorów indywidualnych

Skuteczne inwestowanie na rynku kapitałowym wiąże się z koniecznością nieustannego analizowania napływających na ten rynek różnego typu informacji. W przypadku inwestorów indywidualnych, traktujących giełdę papierów wartościowych, jako dodatkowe źródło ochrony posiadanego kapitału i/lub jego ewentualnego pomnożenia, samodzielne pozyskiwanie informacji, ich analiza i wyciąganie właściwych wniosków może nastręczać dużych problemów i to zarówno ze względów czasowych, jak i koniecznego w tym zakresie profesjonalnego przygotowania. Rozwiązaniem w tym zakresie może być opieranie swoich strategii inwestycyjnych na przygotowanych i publikowanych przez instytucje finansowe rekomendacjach. Pośrednią formą uczestnictwa inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym może być natomiast nabycie jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych. W głównej mierze fundusz inwestycyjny oferuje swoje usługi tym inwestorom, którzy chcą zainwestować określone środki finansowe w papiery wartościowe, ale nie potrafią, nie chcą lub nie mają czasu samodzielnie dokonywać niezbędnych analiz, śledzić na bieżąco zmian zachodzących na rynku kapitałowym oraz podejmować decyzji inwestycyjnych. Lokowanie środków pieniężnych w ramach funduszy inwestycyjnych, w porównaniu z indywidualnym inwestowaniem na giełdzie, powinno zapewnić ponadstandardowe bezpieczeństwo wynikające z profesjonalnego zarządzania i rozproszenia ryzyka inwestycyjnego, relatywnie wyższą dochodowość i niższe koszty oraz wyższą płynność inwestycji.

Wyniki badań przeprowadzonych w ramach tego obszaru badawczego, zostały zaprezentowane w następujących publikacjach:

- *Poglądy inwestorów indywidualnych jako wyzwanie stojące przed zarządzającymi funduszami inwestycyjnymi*, Studia Zarządzania i Finansów Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu 2014, T.6, s.25-35
- *Fundusze inwestycyjne a profesjonalne usługi finansowe*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 497. Ekonomiczne Problemy Usług nr 20, Szczecin 2008, s.245-250.
- *Marka instytucji finansowych a jakość udzielanych rekomendacji giełdowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 776. Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu nr 31, s.155-166.

- *Rekomendacje giełdowe jako źródło wiedzy dla inwestora indywidualnego*, Magnanimitas, Hradec Králové, 2011, s.2371-2378.

Prowadząc badania w ramach tego obszaru tematycznego wykazałem, że wydawane przez działające na polskim rynku kapitałowym instytucje finansowe rekomendacje dotyczące poszczególnych walorów, mogą być źródłem informacji i wiedzy m.in. dla inwestorów indywidualnych. Należy przy tym jednak przestrzegać dwóch podstawowych zasad: publikowane rekomendacje nie mogą stanowić jedynej podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz korzystać należy w tym względzie z rekomendacji przygotowanych przez najbardziej wiarygodne instytucje. Dodatkowo dokonałem oceny dwóch typów rekomendacji i wykazałem, że prawie trzykrotnie częściej wydawane są rekomendacje typu „kupuj” niż „sprzedaj” oraz dodatkowo tego typu rekomendacje są lepsze jakościowo dla potencjalnych inwestorów i dają większą możliwość osiągnięcia dodatniej stopy zwrotu.

Analizując działalność funduszy inwestycyjnych wykazałem, że obecnie fundusze inwestycyjne nie zapewniają swoim klientom tego, czego od nich się oczekuje: ponadstandardowych zysków w okresach hossy i ochrony kapitału w okresach dekonjunktury na giełdzie. Analizując otrzymane wyniki badań można nawet wysunąć wniosek, że jedyną strategią inwestycyjną realizowaną przez większość funduszy jest ukształtowanie swojego portfela akcji w taki sposób, aby odzwierciedlał on strukturę określonych indeksów giełdowych. Oznaczać to może, że bez konieczności angażowania środków finansowych w zakup jednostek funduszy inwestycyjnych i bez związanych z tym kosztów, inwestorzy mogą samodzielnie ukształtować swój portfel akcji, pozwalający realizować zyski na podobnym poziomie jak omawiane fundusze inwestycyjne, bez konieczności ponoszenia dodatkowych kosztów (uwzględniając jednak konieczność posiadania odpowiednio dużego kapitału).

03 STY. 2017

Rafał Gajnycki