

MARIUSZ KICIA

Czy giełda to kasyno? Wpływ światowego kryzysu finansowego na postrzeganie mechanizmów giełdowych

Is the exchange the casino? The world financial crisis influence
on the stock exchange mechanisms perception

Abstrakt: Artykuł prezentuje wyniki badań ankietowych inwestorów i osób bez doświadczenia inwestycyjnego, przeprowadzonych w okresie od sierpnia 2008 do czerwca 2010 roku. Wyniki wskazują, że choć kryzys finansowy negatywnie wpłynął na aktywność krajowych inwestorów indywidualnych, jednak wydaje się nie mieć wpływu na ich opinie na temat mechanizmów funkcjonowania giełdy, ryzyka inwestycyjnego i skuteczności metod analitycznych. Większość społeczeństwa nie utożsamia giełdy z grą losową i kasynem, choć odsetek ten jest mniejszy wśród kobiet niż u mężczyzn. Osoby bez doświadczenia giełdowego statystycznie częściej deklarują też opieranie się na intuicji i szczęściu jako „metodach” inwestowania. Inwestorzy i osoby bez doświadczenia inaczej postrzegają ryzyko inwestycyjne: w przypadku inwestorów ryzyko postrzegane jest w większym stopniu przez pryzmat premii za jego akceptację, w przypadku osób bez doświadczenia – w większym stopniu z perspektywy zagrożenia i utraty wartości aktywów.

WPROWADZENIE

Introduction

W obecnej fazie rozwoju i globalizacji rynków finansowych inwestor staje się powoli badaczem, poszukującym uniwersalnych praw rządzących rynkami, zaś inwestowanie jest immanentną cechą ludzkiej natury i jednym z podstawowych praw społecznych. Konotacje społeczne związane z osobą inwestora uległy znaczącej zmianie od czasów XVIII wieku, kiedy to inwestowanie wiązano przede wszystkim z hazardem i nie utożsamiano z działaniem ekonomicznie użytecznym, które miałyby przynosić ogólnospołeczne

korzyści. Inwestowanie mogło przyczynić się do poprawy sytuacji jednostek, ale nie całej gospodarki. Finansowych spekulantów czy hazardzistów inwestujących w akcje przedstawiano społeczeństwu w równie negatywnym świetle jak złodziei, włamywaczy, kłamców czy nieuczciwych handlowców¹.

Dzisiaj oszczędzanie i inwestowanie przybiera różne formy, ze względu na dostępność wielu instrumentów i rozwój rynku finansowego, ale jest także konsekwencją różnych uwarunkowań ekonomicznych (m.in. celów inwestycyjnych, horyzontu, dostępnych środków), instytucjonalnych czy prawnych. Czynnikiem, który może różnicować globalnie procesy oszczędzania i inwestowania, a jednocześnie jest w większości koncepcji ekonomicznych pomijany, są uwarunkowania kulturowe. Wiedza, jaką posiadamy – także w obszarze decyzji finansowych – jest konsekwencją pewnej perspektywy narzucanej w procesie jej zdobywania. Nie jesteśmy przecież w stanie zdobywać całej wiedzy o świecie na podstawie własnych doświadczeń, przyjmujemy ją więc w znaczącej części nieformalnie i formalnie opracowaną i przekazywaną przez najbliższe otoczenie, system edukacyjny, opinię publiczną czy nawet media. Opinie, stereotypy, utarte schematy działania mogą więc kształtować nasze przyszłe decyzje także w obszarze finansów.

Odkrycia ekonomii behawioralnej pokazują, że także przez tego typu procesy decyzje te często są nieoptymalne. W. De Bondt na podstawie badań ankietowych, przeprowadzonych w 2001 roku w Belgii, Wielkiej Brytanii, Francji, Niemczech, Włoszech i Hiszpanii (łącznie 3.125 ankiet od gospodarstw domowych aktywnych na rynku finansowym) stwierdził, że 77% gospodarstw domowych podejmuje decyzje o oszczędzaniu i inwestowaniu samodzielnie, 18% z pomocą rodziny lub znajomych, 22% polega na profesjonalnych doradcach, a 44% na pracownikach banków. 40% Hiszpanów i jedynie 9% Niemców przyznało, że brak im pewności siebie w podejmowaniu decyzji finansowych².

Brak wiedzy, doświadczenia praktycznego, obawy często kształtowane potocznymi opiniami mogą powodować, że pewne opinie będą biernie utrwalane, zaś decyzje finansowe podejmowane inaczej przez osoby aktywne na rynku finansowym i te, które nie mają doświadczenia w tym zakresie. W. Dorsey podaje, że jedną z takich opinii może być przeświadczenie, że ktoś kieruje rynkiem, manipuluje nim – duży inwestor instytucjonalny, animatorzy rynku czy nawet agencje rządowe³. Rozpowszechnianie się tego typu przekonań podważa społeczne zaufanie w sprawność oraz przejrzystość mechanizmów rynku finansowego i ich użyteczność dla gospodarki. Nadużycia finansowych, instytucjonalnych uczestników rynku, czy wydarzenia takie jak obecny światowy kryzys finansowy zaufanie to jeszcze bardziej ograniczają, zwłaszcza dla tak młodego jak polski rynku finansowego. Powstaje zatem pytanie, jak aktywni uczestnicy i pasywni

¹ Preda A., *The Investor as a Figure of Global Capitalism*, [w:] Cetina K.K., Preda A. (red.), *The Sociology of Financial Markets*, Oxford University Press, New York 2006, s. 141-162.

² De Bondt W., *Values and Beliefs of Investors*, [w:] Cetina K.K., Preda A. (red.), *The Sociology of Financial Markets*, Oxford University Press, New York 2006, s. 163-186.

³ Dorsey W., *Behavioral Trading. Methods for Measuring Investor Confidence, Expectations, and Market Trends*, Thomson Texere, New York 2004, s. 61.

obserwatorzy tego rynku postrzegają jego mechanizmy i ryzyko inwestycyjne oraz na ile zmieniająca się koniunktura może te opinie zmieniać.

PERCEPCJA GIEŁDY A ZMIANY KONIUNKTURY
– WYNIKI BADAŃ ANKIETOWYCH

Perception of the stock market vs. market sentiment volatility
– a questionnaire results

Prezentowane poniżej wyniki oparte są na analizie danych pierwotnych, pochodzących z ciągłych badań prowadzonych przez autora artykułu od kilku lat za pomocą platformy internetowej⁴. Analizie poddano zarejestrowane wyniki ankiet z okresu od 25 sierpnia 2008 roku do 24 czerwca 2010 roku. Łącznie badania objęły 202 obserwacje, z czego 66 było odpowiedziami na pytania udzielonymi przez osoby deklarujące siebie jako inwestorów, zaś 136 udzielonych zostało przez osoby nie mające doświadczenia giełdowego. Spośród pytań ankiety, na jakie udzielali odpowiedzi ankietowani analizie poddano wyniki na cztery stwierdzenia, co do których ankietowani określali, w jaki stopniu zgadzają się z nimi:

1. (P1) *Inwestując w akcje można więcej stracić niż zyskać.*
2. (P2) *Giełda to jedno wielkie kasyno.*
3. (P3) *Najważniejsze w inwestowaniu jest to, aby nie stracić.*
4. (P4) *Intuicja i szczęście są najlepszym sposobem prognozowania kursu akcji i wyboru inwestycji.*

Ankietowani udzielali odpowiedzi na pytania, wybierając spośród odpowiedzi stwierdzających, że całkowicie nie zgadzają się lub opisana sytuacja ich nie dotyczy (1), odpowiedzi, w których w mniejszym lub większym stopniu zgadzają się ze stwierdzeniem (od 2 do 5), aż po odpowiedź stwierdzającą, że całkowicie się zgadzają z opisaną sytuacją lub zazwyczaj ich taka sytuacja dotyczy (6).

Wybór pytań i okresu analizy nie był przypadkowy. Na cały okres, obejmujący badanie – od sierpnia 2008 do czerwca 2010 – składa się 7 miesięcy głębokiej przeceny na rynku giełdowym i nieracjonalnej dekoniunktury spotęgowanej obawami o skutki światowego kryzysu finansowego (do końca lutego 2009) oraz okres systematycznego wzrostu wycen rynkowych, poprawy nastrojów i często równie nieracjonalnego wzrostu cen akcji (ze stabilizacją pod koniec badanego okresu). Powstaje zatem pytanie, czy pojawiająca się panika lub euforia na rynku nie wpływa na opinie zarówno inwestorów, jak i (a może zwłaszcza) osób bez doświadczenia giełdowego, na temat racjonalności funkcjonowania giełdy jako mechanizmu rynkowego. Czy nie pojawia się wtedy przekonanie, że giełda bez racjonalnych podstaw staje się kasynem, którym rządzi przypadek, intuicja i szczęście, a nie fundamentalne przesłanki kształtowania wartości aktywów finansowych? A może przekonania te są bezwarunkowe i niezależnie od koniunktury giełdowej inwestorzy

⁴ Pełna treść ankiet skierowanych do inwestorów i osób nie związanych z rynkiem giełdowym znajduje się na stronie internetowej <http://www.pytanie.net>.

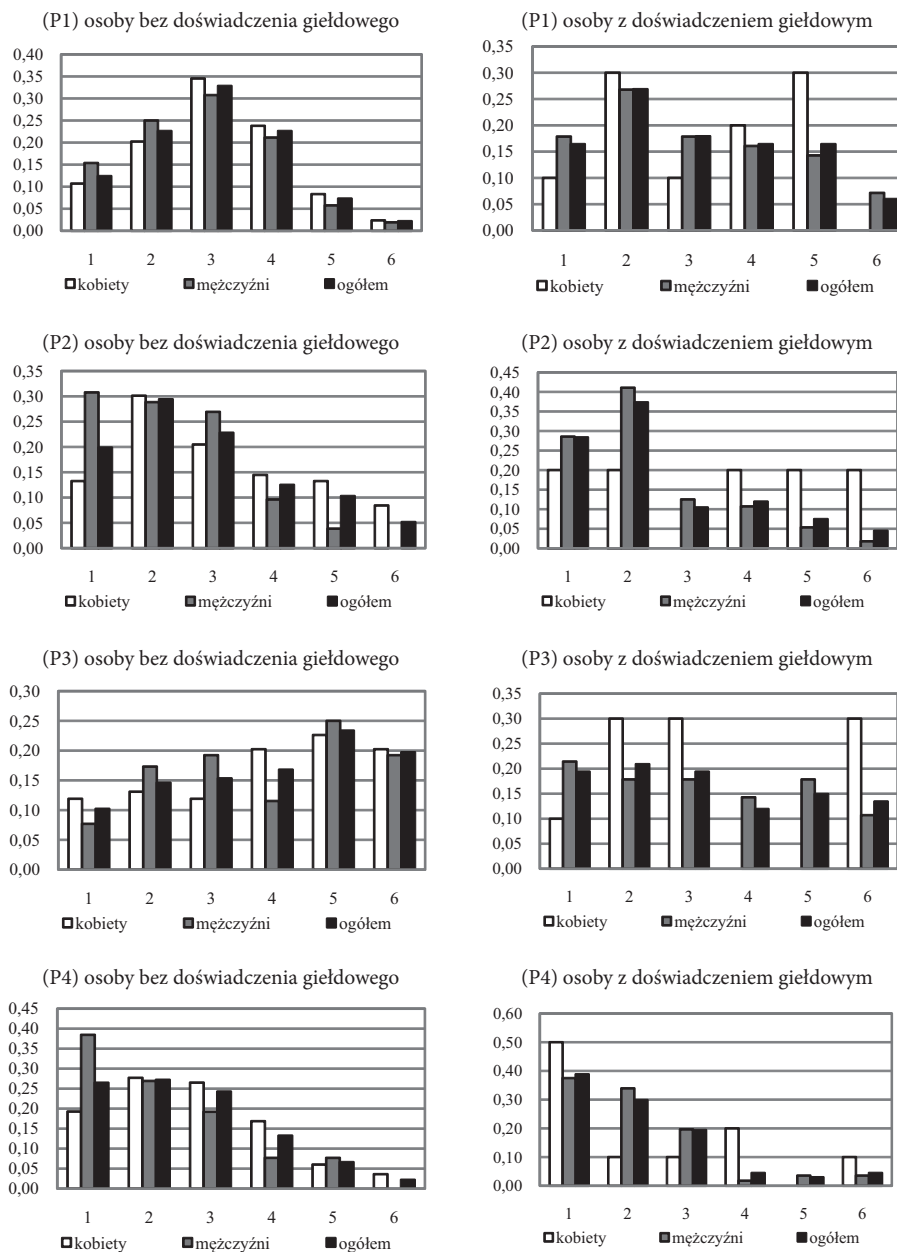
będą te opinie utrzymywać? Dodatkowo w ramach badania przeprowadzono analizę odpowiedzi kobiet i mężczyzn w obu grupach (inwestorów i laików) oraz okresach. Rozkłady odpowiedzi na powyższe pytania dla obu grup przedstawia ryc. 1.

Większość ankietowanych nie utożsamia giełdy z kasynem (P1), co może pozytywnie świadczyć o konieczności poszukiwania przez nich nielosowych czynników warunkujących zmienność cen aktywów finansowych i nie traktowaniu inwestycji giełdowych jako gry losowej czy hazardowej. Takiego zdania jest 72% osób bez doświadczenia giełdowego (65% kobiet i 71% mężczyzn) i 76% inwestorów (50% kobiet i 63% mężczyzn). Testy statystyczne dla obu grup ankietowanych nie pozwalają w żadnym z przypadków odrzucić hipotez o statystycznej równości średnich dla obu grup. Średnie rozkładów odpowiedzi nie różnią się statystycznie pomiędzy grupami ani ogółem (wartość statystyki testowej 1,5443 na poziomie istotności 0,05), podobnie jest w przypadku porównania zarówno kobiet inwestujących i bez doświadczenia (-0,8409), jak i mężczyzn (-0,0877).

W każdej z badanych grup powtarza się jednak wynik porównania różnicy pomiędzy kobietami i mężczyznami. W przypadku kobiet większy ich odsetek uważa giełdę za kasyno: 36% kobiet bez doświadczenia giełdowego (13% mężczyzn w tej grupie) oraz 60% kobiet inwestujących na giełdzie (18% mężczyzn w tej grupie). Co prawda, trzeba mieć na uwadze niską liczebność kobiet w drugiej z badanych grup, jednak statystycznie odrzucane są obie hipotezy o równości średnich dla kobiet i mężczyzn w każdej z grup. Dla osób nie związanych z rynkiem wartość testu wyniosła -3,4498 ($\alpha=0,0003$). W przypadku badania inwestorów było to -2,0527 ($\alpha=0,0441$).

Odrzucona została także hipoteza o równości średnich odpowiedzi na pytanie dla obu badanych grup, dotyczące intuicji i szczęścia jako skutecznych technik inwestycyjnych (P4). Ze stwierdzeniem tym zgadza się – w większym lub mniejszym stopniu – 22% osób bez doświadczenia i 12% inwestorów. W tym przypadku test statystyczny odrzucił hipotezę równości średnich dla obu grup (wartość statystyki testowej -1,8571; różnica istotna na poziomie $\alpha=0,0317$). Wyniki takie są zgodne z oczekiwaniami, bowiem dla osób, które nie mają doświadczenia giełdowego i nie znają innych metod analiz inwestycyjnych, opieranie się na szczęściu czy intuicji jest w zasadzie jedyną naturalnie stosowaną „metodą”. Wraz ze zdobywaniem doświadczenia giełdowego przyswajane są dopiero techniki analizy technicznej, fundamentalnej czy portfelowej. Statystycznej różnicy w odpowiedziach nie stwierdzono pomiędzy kobietami i mężczyznami w grupie inwestorów, istnieje jednak ona w grupie osób bez doświadczenia (wartość statystyki testowej -2,2445 dla $\alpha=0,0125$).

Osoby biorące udział w badaniach w większości nie zgadzają się z tym, że inwestując w akcje można więcej stracić niż zyskać (P1). Tego zdania jest 32% osób bez doświadczenia giełdowego oraz 39% inwestorów. Statystycznie średnie wskazań odpowiedzi dla obu grup są równe (wartość testu statystycznego -0,5234 dla $\alpha=0,05$), jednak zauważyć można ciekawą zależność. Odpowiedź „całkowicie się zgadzam lub sytuacja zazwyczaj mnie dotyczy” wskazało 2% osób bez doświadczenia oraz 6% osób z doświadczeniem giełdowym. Może to potwierdzać, że osoby, które nigdy nie inwestowały nie mają świadomości ryzyka zmienności stopy zwrotu z aktywów takich jak akcje, a świadomość tę zwiększa dopiero praktyka inwestowania.



Ryc. 1. Rozkład odpowiedzi w badaniu ankietowym dla badanych grup
 Distribution of the questionnaire results for specific groups

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych pierwotnych.

Tab. 1. Podstawowe statystyki odpowiedzi w ankietowanych grupach
Basic statistical measures of the questionnaire results within specific groups

Wyszczególnienie	Osoby bez doświadczenia			Inwestorzy		
	ogółem	K	M	ogółem	K	M
N	136	84	52	66	10	56
P1 (średnia odpowiedzi)	2,96	3,06	2,83	3,07	3,04	3,30
P1 (odchylenie standardowe)	1,20	1,20	1,22	1,52	1,49	1,55
P2 (średnia odpowiedzi)	2,79	3,06	2,27	2,46	3,60	2,29
P2 (odchylenie standardowe)	1,44	1,54	1,12	1,44	1,96	1,25
P3 (średnia odpowiedzi)	3,88	3,89	3,87	3,22	3,40	3,21
P3 (odchylenie standardowe)	1,64	1,66	1,62	1,70	1,90	1,69
P4 (średnia odpowiedzi)	2,53	2,70	2,19	2,16	2,40	2,11
P4 (odchylenie standardowe)	1,31	1,34	1,25	1,32	1,78	1,25

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych pierwotnych.

Powyższe wyniki wydają się potwierdzać odpowiedzi na kolejne ze stwierdzeń, które oceniali badani (P3). 40% doświadczonych inwestorów i 60% osób bez doświadczenia zgadza się z tym, że najważniejsze w inwestowaniu jest to, aby nie stracić. Inna percepcja ryzyka giełdowego może różnicować odpowiedzi obu grup. W przypadku inwestorów ryzyko postrzegane jest w większym stopniu przez pryzmat premii za jego akceptację, w przypadku osób bez doświadczenia – w większym stopniu z perspektywy zagrożenia i utraty wartości aktywów. Odpowiedzi obu grup w tym wypadku różnią się w największym stopniu, odrzucona została statystyka o równości średnich (wartość testu -2,5986; poziom istotności różnicy $\alpha=0047$). Nie istnieją przy tym strukturalne różnice wewnątrz grup: wskazania kobiet i mężczyzn są statystycznie identyczne.

Na zakończenie przeprowadzono badania zmian opinii ankietowanych na tle zmian koniunktury giełdowej, aby stwierdzić, czy powyższe sądy mają charakter warunkowy czy bezwarunkowy. W przypadku, kiedy w okresie hossy i bessy odpowiedzi dotyczące postrzegania ryzyka, losowości mechanizmów giełdowych, intuicji i szczęścia w inwestowaniu byłyby różne, można sądzić, że ulegają zmianie wraz ze zmianą nastrojów na rynku. Hossa zmniejszałaby odczuwanie ryzyka inwestycyjnego, powodowała, że w odczuciu inwestorów zachowania akcji są łatwiej przewidywalne, a szczęście i intuicja mają większą skuteczność w podejmowaniu decyzji.

Tab. 2. Wyniki ankiet przeprowadzonych w okresie bessy i hossy
The results of questionnaires conducted during bear and bull market

Wyszczególnienie	Zmienna	Okres	P1	P2	P3	P4
Liczba obserwacji	N_1	bessa	127	126	127	126
	N_2	hossa	77	77	77	77
Średnia	m_1	bessa	3,0079	2,6587	3,6850	2,4444
	m_2	hossa	2,9870	2,7273	3,6234	2,3506
Odchylenie standardowe	s_1	bessa	1,3062	1,4376	1,6842	1,2934
	s_2	hossa	1,3327	1,4567	1,6939	1,3743
Statystyka testowa*	x	x	0,1092	-0,3269	0,2526	0,4824

* Dla poziomu istotności $\alpha=0,05$ nie ma w żadnym z 4 przypadków podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej $H_0: m_1=m_2$, wobec hipotezy alternatywnej $H_1: m_1 \neq m_2$.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych ankietowych.

Cały okres badania podzielono na dwa podokresy: od sierpnia 2008 do lutego 2009, kiedy wartość indeksu WIG spadła o prawie 48% z poziomu 42.118 punktów (05.08.2008) do 21.923 punktów (26.02.2009) oraz od lutego 2009 do czerwca 2010, kiedy nastąpił wzrost indeksu o ponad 80% do poziomu 39.516 punktów (29.06.2010)⁵. Dla każdego z okresów wyznaczono i porównano odpowiedzi udzielone przez wszystkich ankietowanych na wszystkie analizowane pytania w czasie trwania bessy i hossy. Dla wszystkich analizowanych okresów średnie odpowiedzi na wszystkie pytania nie różniły się pomiędzy obiema grupami (tabela 2). Wyniki wskazują więc, że formułowanie subiektywnych opinii na temat giełdy, jej mechanizmów, czy skutecznych technik inwestycyjnych wydaje się nie zależeć od koniunktury rynkowej. Opinie te pozostają względnie stałe w krótkim i średnim okresie. W długim okresie z pewnością będą ulegać zmianom wraz ze zmianami wiedzy społeczeństwa i upowszechniania ciągle niskiej wiedzy na temat inwestowania na giełdzie.

PODSUMOWANIE

Summary

Na koniec 2009 roku liczba rachunków inwestycyjnych funkcjonujących w biurach i domach maklerskich wynosiła 1.132.602 i wzrosła w ciągu roku o 11%. Dla porów-

⁵ Dane Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, <http://www.gpw.pl> (2010.07.01).

niania w 2008 roku wzrost ten był jedynie 3-procentowy. Jednocześnie zwiększył się z 18% w 2008 roku do 27% w 2009 roku udział inwestorów indywidualnych w obrotach giełdowych akcjami⁶. Po niesprzyjających dla wszystkich inwestorów latach 2007-2008, kiedy udział inwestorów indywidualnych w obrotach akcjami systematycznie spadał wraz z pogarszaniem się koniunktury (z 35% w 2006 roku przez 30% w 2007 roku) jest to pozytywna zmiana.

Kryzys finansowy negatywnie wpłynął na aktywność krajowych inwestorów indywidualnych, jednak wydawał się nie mieć wpływu na ich opinie na temat mechanizmów funkcjonowania giełdy, ryzyka inwestycyjnego i skuteczności metod analitycznych. Z przeprowadzonych badań wynika, że większość społeczeństwa nie utożsamia giełdy z grą losową i kasynem, choć odsetek ten jest mniejszy wśród kobiet niż u mężczyzn. Osoby bez doświadczenia giełdowego statystycznie częściej deklarują też opieranie się na intuicji i szczęściu jako „metodach” inwestowania. Inwestorzy i osoby bez doświadczenia inaczej postrzegają jednak ryzyko inwestycyjne: w przypadku inwestorów ryzyko postrzegane jest w większym stopniu przez pryzmat premii za jego akceptację, w przypadku osób bez doświadczenia – w większym stopniu z perspektywy zagrożenia i utraty wartości aktywów. Może to wpływać na charakter stosowanych strategii inwestycyjnych – od bardziej zachowawczych w pierwszych transakcjach giełdowych po agresywne wraz ze zdobywaniem doświadczenia giełdowego.

SUMMARY

The article presents the results of questionnaire investors and persons without the investment experience conducted from August 2008 to June 2010. Results show that though the world financial crisis influenced individual investors activity negatively it seems to be neutral to their opinions on the subject of the stock exchange mechanisms, investment risk and the effectiveness of analytic methods. The majority does not identify the exchange with gambling and casino, though the percentage is smaller among women than at men. Persons without the trading experience more often declare relying on intuition and good luck as the „methods” of investing. The investors perceive risk rather from the risk-premium perspective while those without the trading experience – fear about possibility of loss.

dr Mariusz Kicia, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

⁶ *Rocznik giełdowy 2009*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2009, s. 117. *Rocznik giełdowy 2010*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2010, s. 119.