

Marian Daniluk

INWESTORZY NA RYNKU KAPITAŁOWYM

[słowa kluczowe: inwestor, fundusze inwestycyjne, pochodzenie kapitału, struktura inwestorów, strategie inwestycyjne, ryzyko]

Streszczenie

W artykule przedstawione zostały cechy i rodzaje inwestorów na rynku kapitałowym. Wnoszą oni na rynki kapitał finansowy w celu osiągnięcia zysku. Głównymi grupami inwestorów są osoby fizyczne (inwestorzy indywidualni) i inwestorzy instytucjonalni. Ilościowo dominują na rynkach inwestorzy indywidualni, natomiast pod względem masy kapitału inwestorzy instytucjonalni – banki, fundusze inwestycyjne, przedsiębiorstwa i inne podmioty. W literaturze finansowej jest stosowanych wiele kryteriów podziału inwestorów na rynkach finansowych. Jednym z ważnych kryteriów jest podział inwestorów według stosowanych strategii inwestycyjnych. Pod tym względem dzieli się ich na inwestorów krótkoterminowych (o cechach spekulacyjnych) oraz inwestorów długoterminowych, mających duży wpływ na stabilność danego rynku kapitałowego. W tym opracowaniu zwrócona też została uwaga na inwestorów pod względem pochodzenia kapitału, udział inwestorów krajowych oraz zagranicznych.

* * *

1. Wprowadzenie

Na rynku kapitałowym inwestorzy lokują kapitał w celu osiągnięcia zysku. W terminologii ekonomicznej inwestycja jest określoną rezygnacją z bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych korzyści. Inwestorem na rynku kapitałowym jest zaś osoba, podmiot, która przeznaczająca posiadane zasoby majątkowe na cele inwestycyjne.

Rola inwestorów w gospodarce rynkowej jest szczególnie ważna, gdyż wnoszony przez nich kapitał określa skalę możliwości inwestycyjnych danej gospodarki a także możliwości jej rozwoju. Jest także głównym czynnikiem określającym znaczenie ekonomiczne danego rynku kapitałowego. Wartość wniesionego na rynek kapitału finansowego decyduje o znaczeniu tego rynku – czy on jest rozwinięty i podmioty gospodarcze różnej wielkości mogą pozyskiwać potrzebne im środki finansowe, czy też nie i zmuszone są korzystać z innych większych rynków. Dlatego też rynki kapitałowe dzieli się głównie ze względu na wielkość znajdującego się w nich kapitału – na rozwinięte i rozwijające się.

Na rynku kapitałowym lokowane są oszczędności osób fizycznych i zgromadzone kapitały bankowy, funduszy inwestycyjnych, firm ubezpieczeniowych i innych podmiotów gospodarczych. Każdy inwestor w gospodarce rynkowej ma możliwość wyboru lokaty kapitałowej na różnych rynkach – na rynku nieruchomości, towarów, finansowym (pieniężnym, kapitałowym), kruszców, czy też innych rynkach np. dzieł sztuki.

Każdy z tych rynków ma swoją specyfikę i wymaga specyficznej wiedzy. Główne różnice sprowadzają się do płynności obrotu (np. operacje kupna-sprzedaży nieruchomości z reguły wymagają dłuższego czasu niż podobne operacje w zakresie papierów wartościowych) oraz skali ryzyka. Zmienna koniunktura na poszczególnych rynkach stwarza wiele możliwości poszukiwania bardziej efektywnych inwestycji kapitałowych. Zwłaszcza rynki pieniężne i kapitałowe, zarówno krajowe, jak i międzynarodowe, są powiązane współcześnie w warunkach globalizacji wielorakimi więzami i są współzależne. Inwestorzy, dysponujący zasobami kapitałowymi, kierując się oczekiwanymi zyskami z różnic kursowych na rynku papierów wartościowych, rynku walutowym, czy też kształtowania się oprocentowania wkładów bankowych mogą dokonywać stosownej do koniunktury dywersyfikacji swoich lokat pieniężnych. Dysponując bardzo mobilnym kapitałem finansowym, inwestorzy mogą z dużą elastycznością lokować go nie tylko w różne instrumenty finansowe rynku kapitałowego, ale także dyslokować na inne rynki.

Często inwestorzy stosują zróżnicowane lokaty kapitału, działając na wielu rynkach. Tego rodzaju inwestycje portfelowe zapewniają większe bezpieczeństwo w decyzjach inwestycyjnych. Jednak podstawowym czynnikiem, weryfikującym trafność inwestycji kapitałowych, pozostaje zawsze stopa dochodu od kapitału.

Inwestycje na rynku kapitałowym cechuje podwyższone ryzyko. Wyraża się to w możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych dochodów ale również możliwości utraty zainwestowanego kapitału.

Specyfiką inwestycji na tym rynku jest w szczególności to, że:

- kapitał ma postać kapitału finansowego, a więc posiada wysoką płynność;
- przedmiotem inwestycji są papiery wartościowe średnio i długoterminowe;
- obrót kapitałem ulokowanym w papiery wartościowe może być dokonywany bardzo szybko i na wielu rynkach kapitałowych;
- inwestor może dokonywać wyboru stopnia zróżnicowania ryzyka inwestycyjnego, mając do dyspozycji wiele różnych instrumentów finansowych.

Inwestorów rynku kapitałowego charakteryzuje również to, że posiadanych zasobów pieniężnych nie wydają na bieżące potrzeby, lecz lokują je długookresowo w papiery wartościowe w celu ich kapitalizacji – są więc uczestnikami rynku kapitałowego oferującymi kapitał.

2. Rodzaje inwestorów

W literaturze finansowej inwestorów klasyfikuje się i ocenia według wielu kryteriów. Podstawowe kryteria klasyfikacji to podział pod względem:

- wielkości kapitału,
- czasokresu inwestowania,
- źródeł pochodzenia kapitału.

2.2. Podział ze względu na wielkość kapitału

Według wielkości kapitału przyjęty został podział na inwestorów indywidualnych (osoby fizyczne) i inwestorów instytucjonalnych. Obie grupy inwestorów występują na każdym rynku kapitałowym a struktura ich może być bardzo zróżnicowana. Ilościowo dominują indywidualni i są ważnym czynnikiem transferowania oszczędności w inwestycje kapitałowe. Pod względem masy kapitału większe znaczenie mają inwestorzy instytucjonalni.

2.2.1. Inwestorzy indywidualni

Zalicza się do tej grupy osoby fizyczne (gospodarstwa domowe) oraz współudziałowców spółek pracowniczych. Z reguły inwestorów tych cechuje duża ostrożność w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i to, że najczęściej lokują

na rynku niewielkie środki pieniężne. Większość z nich nie zajmuje się profesjonalnie rynkiem kapitałowym, nie poświęca dużo czasu na analizę koniunktury giełdowej, stąd tę grupę inwestorów określa się jako inwestorów nieprofesjonalnych. Można wśród nich wyróżnić:

- drobnych inwestorów,
- inwestorów indywidualnych średnich,
- dużych inwestorów indywidualnych, z reguły korzystających z doradców inwestycyjnych.

Największą grupę wśród indywidualnych inwestorów na krajowych rynkach papierów wartościowych stanowią inwestorzy drobni. Rozmiary zaangażowanego przez nich funduszu inwestycyjnego na zakup papierów wartościowych są bardzo zróżnicowane i zależą głównie od stopnia zamożności społeczeństwa, stopy oszczędzania i preferencji co do sposobu lokowania oszczędności. Na przykład na polskim rozwijającym się rynku papierów wartościowych (*emerging markets*) można przyjąć, że do grupy indywidualnych drobnych inwestorów należą ci, którzy składają zlecenia kupna lub sprzedaży papierów wartościowych do około 2500 PLN. Jest to w istocie bardzo niski poziom, jednak obejmujący liczną grupę inwestorów indywidualnych (około 60%)¹. W krajach zamożniejszych, o rozwiniętych rynkach finansowych, średni poziom wartości zleceń inwestycyjnych wśród małych inwestorów indywidualnych jest znacznie wyższy.

Grupę średnią inwestorów indywidualnych cechuje większe zaangażowanie środków inwestycyjnych na rynku papierów wartościowych. Wielu inwestorów tej grupy wykazuje duże zainteresowanie rynkiem kapitałowym i upatruje w tym rodzaju lokat kapitałowych ważne źródło dochodów osobistych. Jest to jednak z reguły grupa mniej liczna od drobnych inwestorów indywidualnych, ale o większej masie kapitału. W Polsce do średniej grupy indywidualnych inwestorów (w obecnej fazie rozwoju rynku papierów wartościowych) można zaliczyć tych, którzy składają zlecenia kupna-sprzedaży w przedziale od 2 500 do 10 000 PLN.

Wśród inwestorów indywidualnych najmniej liczną grupę stanowią inwestorzy zaliczani do dużych. Mają lepsze rozpoznanie rynku, często traktują operacje na rynku kapitałowym jako główne źródło dochodów. Ta grupa inwestorów podejmuje decyzje inwestycyjne nie tylko na podstawie własnej wiedzy, ale korzysta także z doradztwa inwestycyjnego profesjonalnych instytucji finansowych. Na rozwijającym się polskim rynku papierów wartościowych do inwe-

¹ Zob. Roczniki giełdowe Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie 2012-2014.

Inwestorzy na rynku kapitałowym

storów indywidualnych dużych zalicza się tych, którzy składają zlecenia kupna sprzedaży o wartości powyżej 10 000 PLN (najczęściej w przedziale 40 000 – 80 000 zł.) W krajach zamożnych na rozwiniętych rynkach kapitałowych zasoby kapitałowe dużych indywidualnych inwestorów są znacznie większe. Z reguły ich inwestycjami zarządzają profesjonalne instytucje finansowe – banki inwestycyjne, firmy konsultingowo-inwestycyjne oraz domy maklerskie.

Inwestorów indywidualnych, pod względem okresu inwestowania, można podzielić na krótkoterminowych i długoterminowych. Ci pierwsi, podejmując decyzje krótkookresowe, nastawieni są na uzyskanie jak najszybciej zysku, w wyniku krótkookresowych wahań cen rynkowych papierów wartościowych. Taki sposób inwestowania cechuje inwestorów zaliczanych do spekulantów inwestycyjnych, co jednak jest zalegalizowane przepisami prawa i stanowi normalny element każdego rynku papierów wartościowych. Niemniej zbyt duży udział inwestorów o zachowaniach spekulacyjnych wpływa destabilizująco na koniunkturę i może obniżyć zaufanie do danych rynków lokalnych.

Zachowania spekulacyjne występują głównie w okresie chwiejnej koniunktury giełdowej. Postawy spekulacyjne inwestorów wiążą się z inwestycjami krótkookresowymi, w których duży udział mają inwestorzy indywidualni, uczestniczący bezpośrednio na rynku publicznym. Część inwestorów indywidualnych, zwłaszcza lokujących systematycznie większe zasoby finansowe w papiery wartościowe, nastawiona jest jednak na inwestycje długoterminowe. Podejmują oni te decyzje indywidualnie bądź przy pomocy profesjonalnych instytucji finansowych, jakimi są fundusze powiernicze (zbiorowego inwestowania). Z reguły są to inwestycje portfelowe, obejmujące różne papiery wartościowe, co zapewnia stały i bardziej bezpieczny dochód. Ten rodzaj inwestowania sprzyja stabilności koniunktury giełdowej na rynku papierów wartościowych.

Udział inwestorów indywidualnych na rozwiniętych rynkach papierów wartościowych kształtuje się w przedziale od 18% (giełda we Frankfurcie) do 40% (giełda w Nowym Jorku). Na rynkach rozwijających się udział tej grupy inwestorów jest bardzo zróżnicowany, np. w Polsce na giełdzie warszawskiej, wynosi około 28%. Ze względu na wzrost skomplikowania i profesjonalizmu rynku kapitałowego, w tym publicznego obrotu papierami wartościowymi, obserwuje się wzrost udziału inwestycji instytucjonalnych.

2.2.2. Inwestorzy instytucjonalni

Do inwestorów instytucjonalnych należą różne instytucje i podmioty gospodarcze, dokonujące inwestycji kapitałowych. Ich wspólną cechą jest profesjonalne zarządzanie kapitałem i dysponowanie większymi zasobami kapitałowymi, własnymi lub powierzonymi. Inwestorami instytucjonalnymi mogą być:

- banki komercyjne, w tym banki inwestycyjne,
- fundusze zbiorowego inwestowania,
- fundusze inwestycyjne typu „*venture capital*”,
- fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne,
- przedsiębiorstwa,
- Skarb Państwa,
- inni – domy maklerskie, domy dyskontowe.

Współczesny rynek kapitałowy jest domeną wyspecjalizowanych instytucji, głównie finansowych. Rozwój elektronicznych systemów informacyjnych, bankowych, giełdowych i innych stwarza możliwość dokonywania bardzo szybkich operacji finansowych na wielu rynkach. W istocie każdy lokalny rynek kapitałowy jest jednocześnie określonym elementem światowego rynku kapitałowego. Kapitał, zwłaszcza kapitał finansowy, stał się bardzo mobilny, może przemieszczać się niezwykle szybko w zależności od koniunktury. Szczególną rolę odgrywają międzynarodowe korporacje finansowe i fundusze inwestycyjne, dysponujące największymi zasobami kapitałowymi. W związku z tym na rynkach kapitałowych można zaobserwować wzrost znaczenia różnych inwestorów instytucjonalnych, krajowych i zagranicznych.

a) Banki

Wśród inwestorów instytucjonalnych banki zajmują dominującą pozycję. Dysponują one znacznymi własnymi kapitałami oraz zarządzają środkami powierzonymi. Wśród różnorodnych usług bankowych ważnym polem ich działalności jest aktywne uczestnictwo na rynku kapitałowym. Spełniają w tym zakresie różne funkcje, w tym zajmują się inwestowaniem w papiery wartościowe, zarówno na rynku kapitałowym pierwotnym, jak i na rynku kapitałowym wtórnym.²

Banki komercyjne traktują działalność inwestycyjną i brokerską na rynku kapitałowym jako jedną z ważnych dziedzin swojej różnorodnej działalności.

² Zob. W. L. Jaworski, Z. Zawadzka – Bankowość, Poltext, Warszawa s.335-368.

Istnieją również wyspecjalizowane banki inwestycyjne, zwłaszcza na rynku kapitałowym amerykańskim, których główną działalnością są usługi doradczo-pośredniczące i operacje kapitałowe na rynku papierów wartościowych. Odgrywają one główną rolę w kontaktach między emitentami papierów wartościowych w zakresie plasowania emisji a nabywcami tych papierów, stają się również gwarantami zabezpieczającymi powodzenie emisji. Banki, dysponując dużym potencjałem kapitałowym i profesjonalną kadrą specjalistów, są więc jedną z najważniejszych grup inwestorów i pośredników na rynku kapitałowym.

b) Fundusze zbiorowego inwestowania

Efektywne inwestowanie na współczesnym skomplikowanym rynku kapitałowym wymaga skrupulatnej analizy koniunktury, starannego wyboru instrumentów finansowych i ciągłego śledzenia sytuacji rynkowej. W celu ograniczenia ryzyka i błędnych decyzji inwestycyjnych, zwłaszcza mniej przygotowanych indywidualnych inwestorów, powstały w końcu XIX wieku i dynamicznie rozwinęły się instytucje finansowe, określane ogólnie jako fundusze zbiorowego inwestowania lub fundusze powiernicze.

Na największym w świecie, amerykańskim rynku kapitałowym fundusze inwestycyjne zarządzają $\frac{1}{4}$ kapitału inwestycyjnego, lokowanego w papiery wartościowe. Rozwinęły się również na szeroką skalę w Japonii, Francji, Wielkiej Brytanii, Niemczech i innych państwach. Fundusze inwestycyjne cechuje profesjonalne zarządzanie zbiorowymi zasobami kapitałowymi, wniesionymi przez różnych inwestorów, głównie osoby fizyczne. Firmy, zarządzające tymi funduszami dokonują operacji kupna-sprzedaży papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych w celu pomnożenia kapitału, pobierając określoną prowizję.

Fundusze wspólne mają różnorodne zakresy działalności i specjalizacji. Ogólnie można podzielić je na dwa rodzaje:

- fundusze otwarte (open-end-fund),
- fundusze zamknięte (close-end-fund)

Fundusze otwarte

Jest to podział najczęściej stosowany, jego kryterium jest zmienność wielkości funduszu i udziałowców. Fundusze zamknięte mają z góry określoną wielkość (kwotę kapitału), natomiast fundusze otwarte charakteryzuje zmienna (nieograniczona) wielkość, zależna od liczby udziałowców i wniesionych przez nich środków finansowych.

Fundusze otwarte (powiernicze) są prawną formą zbiorowego lokowania zasobów kapitałowych (oszczędności) w papiery wartościowe. Majątek funduszu powstaje przez połączenie środków finansowych, wniesionych głównie przez licznych inwestorów indywidualnych. Firmy zarządzające tymi funduszami pełnią funkcję inwestora zbiorowego, oferując uczestnikom większą różnorodność papierów wartościowych, płynność inwestycji kapitałowych i profesjonalne zarządzanie powierzonym kapitałem.

Wnoszone przez udziałowców środki finansowe tworzą masę funduszu, która przeliczana jest na określone jednostki uczestnictwa, wyrażające proporcjonalny udział w zgromadzonym funduszu. Jednostki te stanowią podstawę prawną do udziału w zbiorowym funduszu, w tym do uzyskiwanych dochodów. Są to umowne części funduszu, należne inwestorowi do czasu ich umorzenia.

Cechą funduszy otwartych jest to, że są one nie ograniczone rozmiarami i są otwarte pod względem uczestnictwa inwestorów. Od decyzji indywidualnego inwestora zależy kiedy zgłosi akces do danego funduszu zbiorowego inwestowania, ile chce nabyć jednostek uczestnictwa i kiedy dokonać ich umorzenia. Instytucja zarządzająca funduszem działa podobnie jak bank, przyjmujący lokaty i wypłacający określone oprocentowanie z tym, że można wycofać wniesione środki finansowe w dowolnym terminie, a stopa procentowa ma charakter zmienny, zależny od osiągniętych przez fundusz wyników finansowych z operacji kapitałowych na rynku papierów wartościowych.

Instytucja zarządzająca funduszem koncentruje się na prowadzeniu polityki inwestycyjnej i dokonuje transakcji na rynku papierów wartościowych. Funkcję przechowywania aktywów funduszu spełnia natomiast bank powiernik. Zapewnia on bezpieczeństwo zgromadzonych aktywów, oblicza ich wartość i prowadzi obsługę bankową. Z reguły jego agendy zajmują się dystrybucją jednostek uczestnictwa funduszu. Możemy wyróżnić wiele grup tych funduszy:

- fundusze wzrostowe – zorientowane na zyski ze wzrostu cen papierów wartościowych; inwestują w akcje spółek, rokujących szybki rozwój i wzrost rentowności,
- fundusze dochodowe – inwestujące w obligacje i akcje spółek solidnych i stabilnych, zapewniające dochód z dywidendy,
- fundusze działające na rynku obligacji, które cechuje dłuższy okres inwestowania, dość pewne, choć umiarkowane dochody,
- fundusze inwestujące w akcje – na rynku giełdowym i pozagiełdowym,
- fundusze międzynarodowe – działające na rynkach kapitałowych różnych krajów,

Inwestorzy na rynku kapitałowym

- fundusze indeksowe (wskaźnikowe) – operujące akcjami firm zaliczanych do indeksów giełdowych, np. Dow Jones,
- fundusze inwestujące w akcje małych firm, obligacje rządowe, obligacje komunalne, obligacje zamienne i inne wyspecjalizowane rodzaje instrumentów finansowych rynku papierów wartościowych.

Fundusze zamknięte

Spośród różnych funduszy inwestycyjnych można wyróżnić tzw. fundusze zamknięte. Charakteryzuje je to, że mają ustalony kapitał inwestycyjny i stałą liczbę udziałowców. Tego rodzaju fundusze tworzone są najczęściej przez instytucje finansowe (banki), które wyodrębniają pewną sumę kapitału w celu podejmowania wyspecjalizowanej działalności inwestycyjnej w określonych dziedzinach gospodarki (np. zasilając kapitałowo firmy o dużym potencjale rozwojowym), licząc na efektywną kapitalizację.

Utworzenie funduszu zamkniętego i zarządzanie nim odbywa się przy założeniu sprecyzowanych kierunkowych zamierzeń inwestycyjnych, zapewniających większą koncentrację kapitału i elastyczność działań oraz profesjonalizm i efektywność. Fundusze zamknięte mają stałą liczbę udziałów lub akcji, które nie są umarżane, co stwarza stabilność portfela posiadanych papierów wartościowych. Mogą one być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, a ich wycena rynkowa zależy od siły popytu i podaży, kształtuje się w sposób zróżnicowany w stosunku do wartości księgowej, wywołując określone zainteresowanie inwestorów w zależności od koniunktury rynkowej. Fundusze zamknięte działają w formie spółek lub zarządzane są przez wynajęte firmy. Są to fundusze kapitałowe prywatne, działające z reguły na zasadach komercyjnych. Najczęściej takie fundusze tworzone są pod okresowy program przedsięwzięć inwestycyjnych oraz na ustalony okres, np. 10 czy 15 lat.

Przedmiotem ich zainteresowania są firmy, prowadzące działalność gospodarczą, zarówno prywatne, w tym spółki akcyjne publiczne, a także nie znajdujące się na rynku publicznym. Po pewnym czasie, kiedy firmy te rozwiną się gospodarczo i uzyskają dobre wyniki finansowe, fundusze zamknięte wycofują swoje zaangażowanie kapitałowe wraz z osiągniętym zyskiem i podejmują inne przedsięwzięcia bądź kończą ten rodzaj działalności.

c) Fundusze inwestycyjne typu „*venture capital*”

Wśród różnych grup inwestorów instytucjonalnych działających na rynkach kapitałowych istotną rolę odgrywają również fundusze inwestycyjne typu „*venture capital*”. Są to fundusze zapewniające zasilanie kapitałowe na

okresy średnio- i długoterminowe firmom, które nie weszły jeszcze na rynek papierów wartościowych, z zamiarem późniejszej odsprzedaży udziałów lub akcji z zyskiem. Głównym obszarem lokat kapitałowych tych funduszy jest wspieranie rozwoju działalności gospodarczej firm o dużym potencjale wzrostu, finansowanie zaawansowanych prac nad zastosowaniem nowoczesnych technologii, wprowadzenie do produkcji nowych lub zmodernizowanych produktów, unowocześnienie przedsiębiorstw.

Koncepcja wykreowania funduszy inwestycyjnych venture capital powstała po II wojnie światowej, najpierw w Wielkiej Brytanii, a następnie w Stanach Zjednoczonych i innych państwach o gospodarce rynkowej. Początkowym celem było zdobycie kapitału w celu wykorzystania do produkcji wyrobów rynkowych wielu wynalazków i nowoczesnych technologii opracowanych podczas wojny. W Wielkiej Brytanii i innych państwach europejskich fundusze venture capital tworzone były najczęściej z wydzielonych zasobów finansowych banku centralnego (np. Banku Anglii w Wielkiej Brytanii) i banków komercyjnych. Fundusze te w dużym stopniu promowane zatem były przez sektor publiczny. W liberalnej gospodarce amerykańskiej w tworzeniu venture capital dominowali natomiast inwestorzy prywatni. Pierwsza amerykańska firma oferująca venture capital – American Research Development, utworzona w 1946r. , głównie przez banki komercyjne – zasiłała kapitałowo m.in. produkcję minikomputerów i wypromowała znanego w świecie producenta sprzętu elektronicznego Digital Equipment Corporation . Po wprowadzeniu jej na giełdzie w 1966r. zainwestowany venture capital osiągnął wartość rynkową ponad 500 razy większą.

Obecnie w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej działa wiele różnych venture capital, zasilając kapitałowo perspektywiczne projekty i firmy, często przedsiębiorstwa nowo powstające oraz średnie i małe – zapewniające wyższy dochód z inwestycji kapitałowych niż inne lokaty rynkowe.

Fundusze venture capital na współczesnych rynkach kapitałowych stanowią grupę inwestorów instytucjonalnych, spełniającą ważną funkcję w promowaniu i zasilaniu kapitałowym przedsiębiorstw prywatnych i publicznych, o dużym potencjale wzrostowym. Fundusze te wypełniają ważny segment rynku kapitałowego, dostarczając kapitału firmom, których doinwestowanie zapewnia wzrost dochodowości w przyszłości i powiększenie zasobów majątkowych (często zwielokrotnione) po wprowadzeniu ich papierów wartościowych do obrotu publicznego.

Fundusze inwestycyjne venture capital z reguły wycofują się z udziałów kapitałowych w firmach, kiedy zrealizowane zostały cele programowe, a firma osiągnęła dobrą kondycję ekonomiczną. Często firmy takie wprowadzane są na

rynek publiczny papierów wartościowych i fundusz venture capital sprzedaje na nim swoje udziały z satysfakcjonującym zyskiem, wycofując się z przedsięwzięcia. Stopa zwrotu kapitału w takich przypadkach jest wyższa niż z innych lokat na rynku finansowym. Poziom zysku zależny jest od wielu czynników, zwłaszcza koniunktury i trafności danej inwestycji kapitałowej.

Na polskim rynku kapitałowym fundusze venture capital pojawiły się już w pierwszych latach transformacji gospodarki. Były to środki instytucji publicznych uprzemysłowionych państw zachodnich. Pierwszy fundusz venture capital powstał w 1990r. jako Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości, któremu rząd Stanów Zjednoczonych zapewnił kapitał w wysokości 240 mln dol.

Fundusze venture capital odgrywają coraz większą rolę w transformacji polskiej gospodarki, głównie w zakresie dostarczania kapitału przedsiębiorstwom małym i średnim, zapewniając możliwości rozszerzenia oraz unowocześnienia działalności gospodarczej. Istotna jest również pomoc tych funduszy w zakresie szkolenia menedżerów i innych specjalistów oraz doradztwo w zarządzaniu firmami. W wyniku działalności tych funduszy, głównie zasilania kapitałowego, uzyskano już wiele pozytywnych rezultatów gospodarczych. Ta forma pozyskiwania kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa może mieć duże znaczenie we wprowadzaniu przedsięwzięć innowacyjnych w obecnej fazie rozwoju przedsiębiorczości w Polsce, w związku z niezbędną koniecznością rozwijania wprowadzania nowych technologii i innowacji dla zapewnienia perspektywy rozwojowej.

d) Fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne

Na rynkach kapitałowych ważnym uczestnikiem wśród inwestorów instytucjonalnych są fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne. Współczesne systemy ubezpieczeń zdrowotnych, majątkowych i emerytalnych w gospodarce rynkowej stwarzają możliwości działania w tej dziedzinie wielu firmom, na zasadach konkurencyjnych. Są to firmy ubezpieczeniowe prywatne, spełniające funkcje publiczne, w ramach norm prawnych uwzględniających mechanizm rynkowy i interes publiczny (finansowanie leczenia obywateli, zapewnianie dochodów emerytom i rencistom).

Regulacje prawne stwarzają korzystne warunki ubezpieczeniowe, wśród których szczególne znaczenie mają ulgi podatkowe dla osób ubezpieczających się. Skłania to zwłaszcza zamożniejsze grupy społeczeństwa do podejmowania ubezpieczeń nie tylko w ramach powszechnego systemu, ale także różnych dobrowolnych, oferowanych przez firmy ubezpieczeniowe. Szeroko rozwinięty zakres ubezpieczeń w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej umożliwił

zgromadzenie dużych funduszy przez firmy ubezpieczeniowe. Środki te pochodzące ze składek, zapewniają tym firmom znaczne zasoby finansowe, które są przedmiotem kapitalizacji. Są one lokowane na rynku kapitałowym, głównie w papiery wartościowe. Efektywne operowanie tym kapitałem na rynku papierów wartościowych przynosi firmom ubezpieczeniowym zyski, pomnażające fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne. Stwarza im to możliwość oferowania bardziej atrakcyjnych warunków ubezpieczeń i umacnia pozycję konkurencyjną na tym rynku. Firmy ubezpieczeniowe i emerytalne zaliczane są obecnie do grupy najpoważniejszych inwestorów w papiery wartościowe, np. w USA w latach 2005-2012 posiadały one około 1/3 wszystkich papierów wartościowych, będących w obrocie publicznym.

Należy jednak podkreślić, że chociaż firmy ubezpieczeniowe i emerytalne należą do grupy najpoważniejszych inwestorów na rozwiniętych rynkach kapitałowych, mają pewne ograniczenia w decyzjach inwestycyjnych. Wiąże się to ze spełnianiem przez nie funkcji publicznych i koniecznością ograniczenia ryzyka inwestycyjnego, ze względu na wykorzystywanie środków finansowych wnoszonych przez osoby fizyczne na fundusze ubezpieczeniowe i rentowe. Ich zasady działania w każdym państwie określają przepisy prawne, a interesy ogólnospołeczne reprezentują właściwe organa rządowe.

W aspekcie ekonomicznym ograniczenia samodzielności instytucji ubezpieczeniowych i emerytalnych sprowadzają się najczęściej do ingerencji państwa w zakresie rozmiarów składek ubezpieczeniowych i lokat funduszy w papiery wartościowe. W wielu państwach fundusze te zobowiązane są: inwestować większość swoich zasobów w bezpieczne papiery wartościowe, głównie obligacje skarbowe; stosować zasady inwestowania w różne papiery o zróżnicowanym ryzyku; unikać inwestycji zbyt ryzykownych, np. w niektórych krajach nie mogą one inwestować w instrumenty pochodne (kontrakty terminowe).

e) Przedsiębiorstwa

Wiele przedsiębiorstw prowadząc swoją profesjonalną działalność produkcyjną, handlową czy inną, zajmuje się również działalnością inwestycyjną na rynku kapitałowym. W zależności od strategii może to być jedna z dziedzin stałej działalności, zapewniającej dochody z inwestycji kapitałowych, bądź tylko czasowe wykorzystywane rezerw posiadanych środków finansowych. Przedsiębiorstwa dywersyfikując swoją działalność gospodarczą, często wiążą inwestycje na rynku kapitałowym (w obligacje lub akcje) z planami rozwojowymi, nabywaniem udziałów majątkowych innych firm lub pozbywaniem się części własnych składników majątkowych, przy wykorzystaniu instrumentów rynku

kapitałowego (np. sprzedaż większościowego pakietu akcji zależnej spółki). Dominującym celem takiej działalności jest wykorzystanie koniunktury rynkowej i uzyskanie lepszych efektów ekonomicznych.

Wśród inwestorów instytucjonalnych przedsiębiorstwa stanowią znaczącą zróżnicowaną grupę. Odgrywają większą rolę w obrocie niektórymi rodzajami papierów wartościowych, wyemitowanymi przez podmioty branż przemysłowych.

f) Inni inwestorzy instytucjonalni

Na rynku kapitałowym inwestorami instytucjonalnymi mogą być różne podmioty, takie jak organizacje społeczne, polityczne, fundacje, związki zawodowe i inne stowarzyszenia, dysponujące środkami finansowymi, które mogą lokować średnio- lub długoterminowo w papiery wartościowe w celu ich kapitalizacji. Znaczącą grupę stanowią pośrednicy rynku kapitałowego, świadczący usługi maklerskie. Wielu z nich, zwłaszcza duże instytucje finansowe oraz domy maklerskie, poza dokonywaniem kupna-sprzedaży papierów wartościowych na zlecenie klientów występuje również w roli inwestorów, we własnym imieniu i na swój rachunek. Celem ich działalności inwestorskiej jest angażowanie posiadanego kapitału dla uzyskania dochodu. Kupują więc papiery wartościowe, aby odsprzedać je z zyskiem.

2.3. Podział na grupy inwestorów według okresu inwestowania i aktywności

Instrumenty finansowe, znajdujące się na rynku kapitałowym (akcje, obligacje, udziały), w które lokowany jest kapitał finansowy, są średnio- lub długoterminowe, co określa przyjęta prawnie cezura czasowa; np. w Polsce do rynku kapitałowego zalicza się papiery wartościowe o okresie ważności (zapadalności) od roku wzwyż, w Niemczech od 4 lat wzwyż. Kryterium czasowe jest praktycznym rozwiązaniem metodologicznym, natomiast w wymiarze ekonomicznym chodzi tu o lokaty kapitałowe umożliwiające podmiotom emitującym papiery wartościowe realizację przedsięwzięć w dłuższym okresie, a inwestorom dające satysfakcjonujący dochód. Choć papiery wartościowe na rynku kapitałowym są średnio- i długoterminowe, jednak mechanizmy funkcjonowania tego rynku – operacje giełdowe i pozagiełdowe, a więc tzw. rynek wtórny, stwarzają możliwości dokonywania swobodnych transakcji kupna-sprzedaży w bardzo krótkich terminach (nawet wielokrotnie w ciągu dnia)

na giełdach papierów wartościowych o notowaniach ciągłych. Wielu aktywnych inwestorów dokonuje zatem różnych operacji kapitałowych na wtórnym rynku w dowolnych terminach, w zależności od swoich preferencji, strategii inwestowania, koniunktury na rynku itp.

Biorąc pod uwagę bardzo duże możliwości zachowań inwestorów na rynku kapitałowym, możemy ich podzielić z punktu widzenia okresu inwestowania i aktywności na rynku na 3 grupy:

- inwestorzy o zachowaniach spekulacyjnych (krótkoterminowi),
- inwestorzy średnioterminowi,
- inwestorzy długoterminowi.

Podział ten ma charakter metodologiczny, umożliwiając opisanie struktury inwestorów na różnych rynkach kapitałowych i ich wpływu na charakter, a zwłaszcza stabilność i bezpieczeństwo rynku.

2.3.1. Inwestorzy krótkoterminowi o zachowaniach spekulacyjnych

Należy podkreślić, że spekulacja na rynku kapitałowym jest zalegalizowana i prowadzona z uwzględnieniem reguł prawnych, nie jest czymś negatywnym ani wstydlivym. Jest to element gry rynkowej i każdy inwestor wykorzystuje istniejące możliwości danego rynku, aby zwiększyć dochody z zainwestowanego kapitału. Spekulacja to przede wszystkim aktywne i ryzykowne zachowanie inwestora na rynku, wykorzystujące zmiany kursów instrumentów finansowych, a więc osiąganie dochodów ze strategii wzrostowych cen rynkowych. Zachowania spekulacyjne wiążą się najczęściej z podejmowaniem decyzji krótkoterminowych kupna-sprzedaży papierów wartościowych, wykorzystujących zmiany koniunktury giełdowej.

Inwestycje krótkoterminowe, a więc także spekulacyjne, prowadzą przede wszystkim inwestorzy indywidualni, dysponujący niewielkim kapitałem. Ich dążeniem jest uzyskanie natychmiastowego dochodu dzięki wykorzystaniu lokalnych zmian notowań cenowych papierów wartościowych. Jednak byłoby niesprawiedliwe ograniczenie inwestycji krótkoterminowych i zachowań spekulacyjnych tylko do inwestorów indywidualnych. Takie zachowanie występuje również u inwestorów instytucjonalnych, z tym że w mniejszym zakresie. Można wymienić wiele funduszy inwestycyjnych, które nawet zyskały sobie opinię funduszy spekulacyjnych jak np. fundusz zamknięty Quantum, którego jednym z głównych udziałowców jest znany na rynkach finansowych George Soros.

Inwestorzy, koncentrujący się na inwestycjach krótkoterminowych, opierają się na strategiach bieżącej analizy koniunktury rynku i wykorzystują każdą nawet niewielką zmianę cen do podejmowania decyzji kupna-sprzedaży papierów wartościowych z zyskiem. Inwestorzy indywidualni operują głównie na rynku akcji. Inwestorzy instytucjonalni natomiast w szerszym zakresie działają na rynkach papierów wartościowych pochodnych – opcji, transakcji terminowych, bardziej ryzykownych, zapewniających możliwość uzyskania w krótkim czasie wysokich dochodów, ale i niekiedy przynoszących ogromne straty.

2.3.2. Inwestorzy średnioterminowi

Do tej grupy inwestorów zalicza się tych, którzy inwestują średnioterminowo w papiery wartościowe. Odnosi się to głównie do obligacji kilkuletnich oraz akcji nabywanych na dłuższy okres. Inwestycje średnioterminowe dokonywane są przez inwestorów indywidualnych, jednak głównie tych, którzy część swoich oszczędności systematycznie lokują w papiery wartościowe (np. w wieloletnie obligacje państwowe lub w fundusze inwestycyjne powiernicze) i nie wycofują ich przez dłuższy okres – przez wiele lat. Głównie inwestorzy instytucjonalni lokują dużą część swoich zasobów kapitałowych w papiery wartościowe średnioterminowe, dywersyfikując w ten sposób portfel inwestycyjny. Na wielu rynkach udział inwestycji średnioterminowych jest dominujący.

Inwestycje średnioterminowe zorientowane są głównie na takie papiery wartościowe jak obligacje, które zapewniają względnie bezpieczny i stały dochód w dłuższym okresie oraz nie wymagają bieżącego śledzenia koniunktury giełdowej.

2.3.3. Inwestorzy długoterminowi

Część inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych inwestuje na rynku kapitałowym długoterminowo. Inwestycje długoterminowe to lokaty kapitałowe nawet na dziesiątki lat. Przykładem takich inwestycji może być zakup obligacji 20 lub 30-letnich i nabywanie jednostek funduszu inwestycyjnego na okres ponad 5 lat (w USA spośród ogółu inwestorów indywidualnych lokujących swoje kapitały w fundusze inwestycyjne, 30% posiada je przez okres od 5 do 10 lat, a 34% przez ponad 10 lat).

Również długoterminowo nabywane są akcje, zwłaszcza przez inwestorów strategicznych, bezpośrednio powiązanych z działalnością danej spółki publicznej, lub inwestorów posiadających duże pakiety akcji określonych firm, pozwalające wywierać wpływ na ich działalność i osiągnięte wyniki gospodarcze.

Inwestorzy lokujący swoje kapitały w papiery wartościowe długoterminowo, z reguły nabywają takie papiery, które charakteryzuje wysokie bezpieczeństwo (np. obligacje skarbowe bądź akcje firm o dobrej reputacji, tradycjach i kondycji finansowej, licząc na stabilne dochody w postaci oprocentowania czy dywidendy. Lokaty w fundusze inwestycyjne cechuje natomiast z reguły systematyczne inwestowanie w długich okresach; wybierane są takie fundusze, które mają duże doświadczenie na rynku, są silne kapitałowo i osiągają wysokie i stabilne dochody przez wiele lat.

Inwestycje długoterminowe wpływają stabilizująco na rynek papierów wartościowych i ich duży udział jest ważnym wskaźnikiem dojrzałości rynku oraz jego bezpieczeństwa. Inwestowanie długookresowe na takim rynku zapewnia satysfakcjonujące i stabilne dochody, które rosną wraz z upływem czasu.

2.4. Źródła pochodzenia kapitału w gospodarce zglobalizowanej

We współczesnej otwartej gospodarce trudno jest zidentyfikować kapitał znajdujący się na rynku. Zarządzają nim przeważnie nie właściciele, lecz profesjonalne instytucje finansowe, głównie banki i fundusze inwestycyjne. Kapitał, którym dysponują pochodzi z różnych źródeł. Współczesny system finansowo-bankowy i bogactwo różnych instrumentów finansowych stwarzają duże możliwości akumulacji kapitału obcego i własnego. Muszą jednak być spełnione określone warunki, a zwłaszcza powinna istnieć możliwość uzyskania satysfakcjonującego dochodu oraz zaufanie, płynność i bezpieczeństwo. Postępujący proces globalizacji finansów zaciera obraz właścicieli i zarządzających kapitałem, zarówno w wymiarze narodowym jak i międzynarodowym. Obecnie przez granice państw przepływa ogromny strumień kapitału, a tylko kapitał wykorzystywany do bieżących operacji na światowych rynkach kapitałowych eksperci ONZ ocenili w 2010 r. na około 9 bln dolarów. Jest to kapitał prywatny, poszukujący efektywnej lokaty. Globalna komputeryzacja rynków finansowych umożliwia zarządzającym tym kapitałem podejmowanie decyzji inwestycyjnych praktycznie na każdym regionalnym czy lokalnym rynku, w ciągu godzin, a nawet minut.

Wśród różnych inwestorów na rynkach kapitałowych, z punktu widzenia źródła pochodzenia kapitału, możemy wyróżnić:

- inwestorów krajowych,
- inwestorów zagranicznych,
- międzynarodowe instytucje inwestorskie.

Ten ramowy podział obejmuje w każdej grupie bardzo zróżnicowaną strukturę inwestorów.

2.4.1. Inwestorzy krajowi

Do inwestorów krajowych należą zarówno inwestorzy indywidualni, jak i instytucjonalni, dysponujący kapitałem finansowym pochodzenia krajowego. Na krajowym rynku kapitałowym lokują one swoje fundusze w papiery wartościowe, znajdujące się na rynku pierwotnym lub wtórnym.

Udział inwestorów krajowych na rozwiniętych rynkach kapitałowych większości państw jest dominujący. Na przykład udział tych inwestorów w operacjach kapitałowych na giełdach papierów wartościowych w latach 2003-2005, wynosił na giełdzie nowojorskiej 94,5%, londyńskiej 87%, tokijskiej 94%, paryskiej 68%, w Hongkongu 53%.

Zaliczenie do tej grupy inwestorów krajowych indywidualnych nie stwarza większych trudności i jest dość wiarygodne, natomiast określenie krajowych inwestorów instytucjonalnych nie jest już tak oczywiste.

Część inwestorów krajowych instytucjonalnych we współczesnej otwartej gospodarce jest bowiem powiązana kapitałowo z firmami zagranicznymi, które mają udziały majątkowe lub uczestniczą we wspólnych przedsięwzięciach gospodarczych związanych z rynkiem kapitałowym. Dotyczy to najczęściej banków komercyjnych, dużych firm gospodarczych czy też funduszy inwestycyjnych, zwłaszcza typu venture capital. W takich przypadkach do krajowych inwestorów instytucjonalnych powinno się zaliczyć tych, u których udział kapitału własnego właścicieli krajowych jest większościowy. Lepiej byłoby jednak dokonać podziału kapitału takich inwestorów na krajowy i zagraniczny oraz zaliczać tylko właściwą część rodzimego kapitału, jest to jednak w praktyce kłopotliwe i nie zawsze możliwe. Ze względów pragmatycznych często przyjmuje się zasadę zaliczania do inwestorów krajowych instytucjonalnych tych firm, które są zarejestrowane i mają swoją siedzibę w kraju.

2.4.2. Inwestorzy zagraniczni

Napływ inwestorów zagranicznych jest korzystny dla każdego rynku kapitałowego, gdyż zwiększa podaż kapitału, umożliwiając wzrost inwestycji oraz poprawę warunków rozwoju gospodarczego. Umacnia to rynek kapitałowy, czyniąc go atrakcyjnym dla inwestorów i bardziej wiarygodnym. Do inwestorów zagranicznych zalicza się tych, którzy wnoszą z innych krajów kapitał na dany

rynek krajowy w postaci inwestycji bezpośrednich lub portfelowych. Udział inwestorów zagranicznych na poszczególnych rynkach kapitałowych jest bardzo zróżnicowany i kształtuje się najczęściej w przedziale od 5 do 40%, ale są też takie rynki atrakcyjne (mniejszych państw), na których udział ten dochodzi nawet do 80%.

2.4.3. Międzynarodowe i transnarodowe instytucje inwestorskie

Coraz większą rolę na różnych rynkach krajowych odgrywają silne kapitałowo firmy gospodarcze i instytucje finansowe, działające w wymiarze światowym. Należą do nich przede wszystkim duże banki komercyjne, koncerny i duże przedsiębiorstwa produkcyjno-handlowe, jak np. firma komputerowa IBM, koncern samochodowy Ford oraz organizacje międzynarodowe. Szczególnie dynamicznie rozszerzają swoją działalność na rynku finansowym instytucje o zasięgu międzynarodowym. Jest to rynek najbardziej otwarty od wielu lat, w wielu segmentach, a zwłaszcza w zakresie obrotów walutowych i kapitałowych, mający ponadnarodowy charakter. Tworzą go głównie duże centra finansowe w Europie i USA (Londyn, Nowy Jork, Frankfurt, Zurich, Paryż) oraz w Azji (Tokio, Hongkong i inne).

Na rynku kapitałowym międzynarodowe instytucje odgrywają dużą rolę, dysponując silnym, skoncentrowanym kapitałem, dobrą reputacją i profesjonalnymi strukturami wyspecjalizowanych oddziałów i służb, zapewniających efektywne rozpoznanie rynków, wiarygodność i dużą sprawność w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Zapewniają one podaż własnego kapitału oraz możliwość zorganizowania funduszy, pochodzących z nadwyżek ponadnarodowych przedsiębiorstw, zasobów banków komercyjnych, a także banków centralnych, jak również pozyskanie środków finansowych z dochodów krajów eksportujących ropę naftową oraz od innych podmiotów eksportujących kapitał.

Bliższa charakterystyka tych zagadnień natrafia na wiele trudności, wynikających z bardzo ograniczonych danych statystycznych i poufności informacji.

Jest rzeczą niewątpliwą, że międzynarodowe instytucje zarządzające kapitałem cechuje duża elastyczność, siła oddziaływania, co stymuluje rozwój efektywnych programów gospodarczych oraz rynków pieniężnych i kapitałowych. Ich działalność jest z reguły prowadzona na szeroką skalę i charakteryzuje ją duża dochodowość.

Na rynku kapitałowym wśród firm inwestorskich o międzynarodowym znaczeniu szczególnie dużą rolę odgrywają banki inwestycyjne, jak np. Morgan Stanley, Merrill Lynch i inne, mające swoją siedzibę w światowym centrum

finansowym na Wall Street w Nowym Jorku. Coraz większy wpływ mają również duże fundusze inwestycyjne, głównie amerykańskie (m.in. Blackrock Global Fund), oraz takie międzynarodowe instytucje finansowe, jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy. Działalność tych międzynarodowych organizacji jest zwykle wielokierunkowa, obejmująca głównie doradztwo inwestycyjne, udział w przekształceniach strukturalnych, prywatyzację sektora publicznego i dostarczanie kapitału.

3. Podsumowanie

Niniejsza publikacja jest próbą uporządkowania różnych klasyfikacji inwestorów na rynku kapitałowym. Wykorzystano takie wyznaczniki jak: wielkość kapitału; czasookres inwestowania; źródła pochodzenia kapitału. Scharakteryzowano grupy inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych działających na tym rynku. To od tych inwestorów zależy dynamika i stabilność rozwoju naszej gospodarki.

Bibliografia

1. Bernaś B. – *Finanse międzynarodowe*, Warszawa 2006
2. Dębski W. – *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2000
3. Górski M. – *Rynkowy system finansowy*, Warszawa 2007
4. Jaworski W. L., Zawadzka Z. – *Bankowość*, Warszawa 2001
5. Kotecka B. – *Bankowość inwestycyjna w procesie integracji Polski z Unią Europejską oraz systemem gospodarki globalnej*, Warszawa 2003
6. Mayo H. B. – *Wstęp do inwestowania*, Warszawa 1997
7. Mayo H. B. – *Inwestycje*, Warszawa 2013
8. Tobin J. – *World finance and economic stability*, Nordhampton 2003
9. Walkiewicz R. – *Bankowość inwestycyjna*, Warszawa 2001.