

Paweł Węgrzyn

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8963-2765>

Ocena zaufania inwestorów indywidualnych do obligacji bankowych w Polsce

Streszczenie

Celem artykułu jest ocena poziomu zaufania inwestorów indywidualnych do obligacji bankowych w Polsce, a także ustalenie czy rodzaj banku oraz kategoria obligacji emitowanych przez banki determinują poziom zaufania do tych instrumentów finansowych. W teoretycznej części opracowania podkreślono znaczenie zaufania w kontekście funkcjonowania rynku finansowego, dokonano charakterystyki rynku obligacji bankowych w Polsce, a także odniesiono się do badań innych autorów nawiązujących do oceny poziomu zaufania do obligacji korporacyjnych oraz do banków w Polsce. Do realizacji celu badawczego i weryfikacji przyjętych hipotez badawczych wykorzystano badania ankietowe skierowane do inwestorów indywidualnych (CAWI) oraz nieparametryczne testy statystyczne (test Wilcoxon).

Słowa kluczowe: zaufanie, rynek obligacji, obligacje bankowe

Kody klasyfikacji JEL: G12, G21, G41

1. Wprowadzenie

Zaufanie jest uznawane za fundament życia społecznego. Odgrywa ono istotną rolę nie tylko na poziomie relacji międzyludzkich, lecz także na rynku finansowym. W obliczu ostatniego kryzysu finansowego wynikającego z pandemii COVID-19 oraz związanej z nim dekonunktury gospodarczej i postępującej niepewności na rynku finansowym – zwłaszcza w kontekście podejmowania decyzji inwestycyjnych – szczególnego znaczenia nabiera kwestia zaufania pomiędzy uczestnikami tego rynku, a także zaufania do poszczególnych instrumentów finansowych. W niniejszym artykule szczególna uwaga zostanie zwrócona na zaufanie inwestorów indywidualnych do obligacji emitowanych przez banki w Polsce (tj. obligacji bankowych). O znaczeniu tego tematu świadczy przede wszystkim dynamicznie rosnąca wartość krajowego rynku obligacji bankowych, a także duży potencjał do dalszego rozwoju tego segmentu rynku dłużnych papierów wartościowych [Węgrzyn, Dec, 2019].

Celem artykułu jest ocena poziomu zaufania inwestorów indywidualnych do obligacji bankowych w Polsce, przez pryzmat zaufania do banków (jako emitentów tych obligacji) oraz zaufania do rodzaju obligacji emitowanych przez banki. Przyjęto również szczegółowe cele opracowania, w tym ustalenie czy inwestorzy indywidualni różnicują poziom zaufania w zależności od rodzaju danego banku oraz rodzaju obligacji emitowanych przez banki. Drugim celem szczegółowym jest ustalenie, czy niski poziom zaufania inwestorów indywidualnych do obligacji bankowych stanowi kluczową barierę rozwoju rynku tych instrumentów finansowych w Polsce. Ponadto autor sformułował dwie hipotezy badawcze, które zostaną zweryfikowane w artykule.

- 1) **H1:** Poziom zaufania inwestorów indywidualnych do banków komercyjnych jest wyższy niż poziom zaufania do banków spółdzielczych.
- 2) **H2:** Poziom zaufania inwestorów indywidualnych do bankowych obligacji senioralnych jest wyższy niż poziom zaufania do obligacji podporządkowanych.

Do realizacji zaproponowanych celów badawczych wykorzystane zostaną internetowe badania ankietowe (CAWI) skierowane do inwestorów indywidualnych w Polsce. Z kolei do weryfikacji przyjętych hipotez badawczych posłuży także nieparametryczny test statystyczny Wilcoxon. Metody te zostaną szczegółowo scharakteryzowane w punkcie 5, poświęconym metodyce badania.

2. Znaczenie zaufania na rynku finansowym

Ze znaczenia zaufania w funkcjonowaniu gospodarki A. Smith zdawał sobie sprawę już ponad 260 lat temu [1790, s. 52–54]¹. Od tego czasu zaufanie i jego wpływ na poszczególne aspekty gospodarowania były częstym przedmiotem badań. Nie ulega wątpliwości, że życie

¹ Książka po raz pierwszy została wydana w 1759 r.

w społeczności, która nie darzy się zaufaniem, jest trudne, gdyż większość ludzkich decyzji w mniejszym lub większym stopniu podejmowana jest właśnie na podstawie tego czynnika [Klement, Żytniewski, 2015, s. 208].

Zaufanie jest określane mianem subiektywnego prawdopodobieństwa, z jakim dany podmiot gospodarczy (np. inwestor) ocenia, że inny podmiot (np. bank) podejmie określone działanie, zwłaszcza w momencie zmian. Dany podmiot gospodarczy jest godny zaufania, gdy prawdopodobieństwo, że podejmie on działanie korzystne dla nas lub co najmniej nieszkodliwe, jest na tyle duże, aby brać pod uwagę zaangażowanie się w jakąś formę współpracy z nim (np. finansowanie danego podmiotu przez zakup wyemitowanych przez niego obligacji). Zaufania nie można nabyć ani wyprodukować. Jest ono pewnego rodzaju zasobem moralnym, którego ilość w trakcie używania wzrasta – a nie maleje – ale też zanika, jeśli się go nie używa, a jego formowanie zachodzi bardzo wolno. Ponadto zaufanie łatwo jest utracić, a bardzo trudno odbudować [Gurbała, 2015, s. 162].

Jak uważa K. Orlik [2017, s. 80], zaufanie jest niezbędne przy przeprowadzaniu wszelkiego rodzaju transakcji ekonomicznych, w tym transakcji dokonywanych na rynku kapitałowym. Brak zaufania implikuje z kolei dodatkowe koszty monitorowania poszczególnych podmiotów rynkowych. Współcześni ekonomiści od poziomu zaufania uzależniają m.in. wysokość kosztów transakcyjnych, do których przykładą się dużą wagę w nurcie ekonomii instytucjonalnej. Koszty transakcyjne można definiować jako koszty komunikowania się podmiotów i utożsamiać z kosztami wymiany w trzech etapach: znalezienie partnera, zawarcie porozumienia oraz egzekwowanie zawartego porozumienia [Cooter, Ulen, 2011, s. 107–108]. Koszty te zależą od sześciu podstawowych czynników: liczby uczestników zawieranych transakcji, struktury rynkowej (konkurencja, monopol), charakterystyki występujących w transakcjach zasobów i aktywów, rodzaju zawieranych kontraktów, systemu praw własności oraz zakresu niepewności co do postępowania partnerów transakcji, tj. właśnie zaufania lub jego braku [Durlauf, Fafchamps, 2004].

Na podstawie przeprowadzonych badań empirycznych P. Slovic pozytywnie zweryfikował cztery hipotezy dotyczące zaufania [Slovic, 1999, s. 697–698].

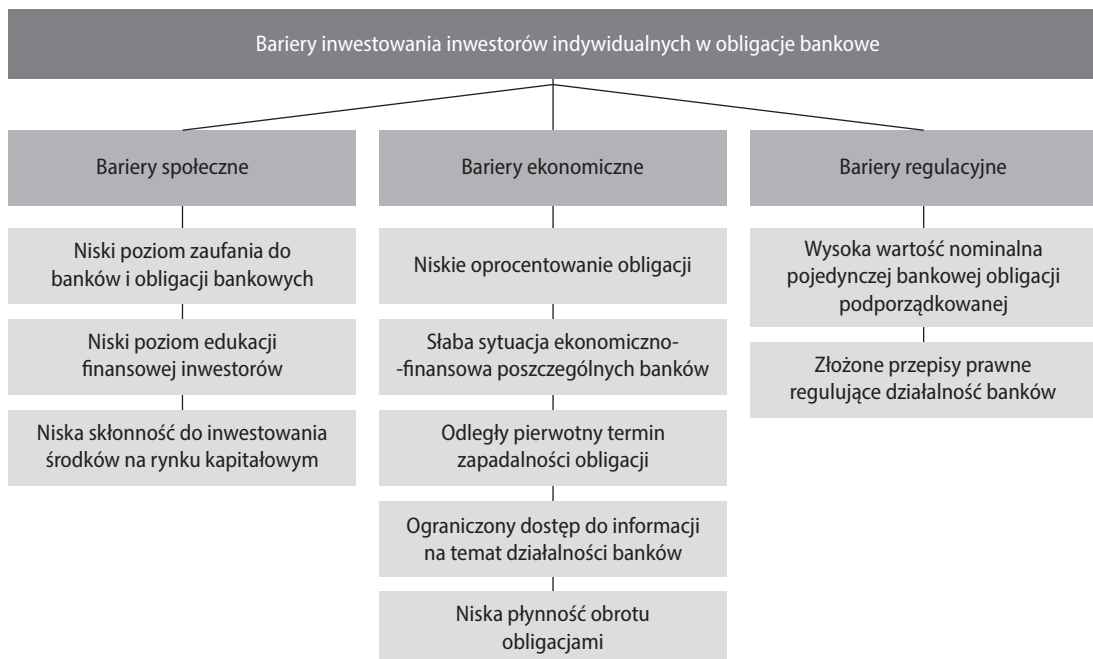
1. Wydarzenia niszczące zaufanie są bardziej widoczne niż wydarzenia budujące zaufanie.
2. Wydarzenia niszczące zaufanie mają większą wagę niż te, które mają charakter pozytywny. Sugeruje to, że kształtowanie zaufania jest procesem ciągłym i długotrwałym, a jego utrata może nastąpić bardzo szybko.
3. Źródła dostarczające informacji niszczących zaufanie są uznawane za bardziej bezstronne niż źródła, które dostarczają pozytywne informacje.
4. Istnieje skłonność psychologiczna polegająca na tym, że jeśli pojawia się brak zaufania, to ma on tendencję do pogłębiania się.

Powyższe zależności można odnieść także do zaufania inwestorów indywidualnych do obligacji bankowych. Zasadne staje się przy tym odrębne rozpatrywanie zaufania inwestorów indywidualnych do banków oraz zaufania tych inwestorów do rynku i rodzaju obligacji, które to elementy składają się na zaufanie do obligacji bankowych.

Według J. Szambelańczyka [2010, s. 61] zaufanie do banków jest kluczowym czynnikiem stabilności zachowań dotyczących lokowania oszczędności na rachunkach bankowych – nagłe pogorszenie zaufania do banków może wywołać panikę i tzw. run na bank (lub banki) o katastrofalnej konsekwencji. W kontekście poszczególnych przedsiębiorstw czy sektorów pojęciem mocno powiązanim z zaufaniem jest reputacja (często mylnie utożsamiana z zaufaniem). Reputację można określić jako podzielaną przez różne grupy interesariuszy stabilną ocenę dotyczącą zdolności i gotowości przedsiębiorstwa do sprostania ich oczekiwaniom oraz dostarczania im wartości. Ocena ta opiera się na dotychczasowych spójnych działaniach podmiotu i jego komunikacji [Dąbrowski, 2016, s. 62]. Zaufanie jest zatem jednym z czynników wpływających na reputację danego podmiotu i implikującym chęć nawiązywania z nim współpracy. Z drugiej strony brak zaufania może stanowić poważną barierę w zakresie współpracy z danym podmiotem, także w postaci bariery inwestowania w wyemitowane przez niego papiery wartościowe.

W kontekście niniejszego artykułu istotne jest, że niski poziom zaufania stanowi jedną z barier inwestowania w obligacje bankowe. Wszystkie kluczowe bariery inwestowania inwestorów indywidualnych w obligacje bankowe w podziale na bariery społeczne, ekonomiczne i regulacyjne zostały zaprezentowane na rysunku 1.

Rysunek 1. Bariery inwestowania inwestorów indywidualnych w obligacje bankowe



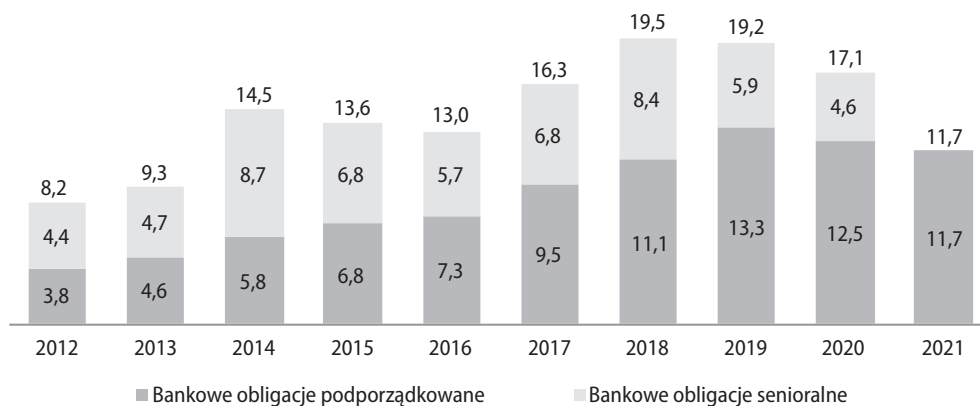
Źródło: opracowanie własne.

3. Rynek obligacji bankowych w Polsce

W procesie badania poziomu zaufania inwestorów indywidualnych do obligacji bankowych kluczowe znaczenie ma zrozumienie specyfiki tych instrumentów finansowych, rodzaju ich emitentów oraz kategorii obligacji. W najprostszym ujęciu obligacja bankowa może być definiowana jako dłużny papier wartościowy wyemitowany przez bank. Na potrzeby niniejszego artykułu do obligacji bankowych zaliczane są obligacje wyemitowane przez banki komercyjne oraz spółdzielcze (działające na znacznie mniejszą skalę niż banki komercyjne, głównie lokalnie). Obligacje wyemitowane przez banki podlegają podziałowi pod względem wielu kryteriów, takich jak rodzaj oprocentowania, zabezpieczenie czy wbudowane opcje. Dodatkowo, w odróżnieniu od obligacji niebankowych, specyficznym kryterium podziału obligacji emitowanych przez banki jest kolejność zaspokajania roszczeń obligatariuszy w przypadku upadłości lub przymusowej restrukturyzacji banku. W odniesieniu do tego kryterium wyróżnić można m.in. obligacje senioralne (ang. *senior bonds*) oraz obligacje podporządkowane (ang. *subordinated bonds*). Obligacje senioralne (inaczej tradycyjne lub klasyczne) cechują się najwyższym stopniem uprzywilejowania w przypadku upadłości lub przymusowej restrukturyzacji banku (ang. *resolution*). Z kolei inwestorzy, którzy nabyli obligacje podporządkowane, zostaliby wówczas spłaćeni dopiero po spłaceniu obligatariuszy senioralnych. Implikuje to wyższe ryzyko inwestycyjne w przypadku podporządkowanych papierów wartościowych. Niemniej jednak banki w Polsce w coraz większym stopniu finansują się obligacjami podporządkowanymi.

Zgodnie z danymi prezentowanymi na rysunku 2, wartość bankowych obligacji podporządkowanych notowanych na rynku Catalyst wzrastała z poziomu 3,8 mld PLN w 2012 r. do 11,7 mld PLN w 2021 r. Z kolei od 2016 r. obligacje podporządkowane zaczęły dominować na rynku obligacji bankowych w Polsce, a na koniec 2021 r. wszystkie z obligacji bankowych notowanych na rynku Catalyst były już obligacjami podporządkowanymi.

Rysunek 2. Wartość obligacji bankowych notowanych na rynku Catalyst w podziale na obligacje podporządkowane i senioralne w latach 2012–2021 (mld PLN)



Źródło: dane rynku Catalyst.

Emitowanie przez banki obligacji podporządkowanych na dużą skalę wynika przede wszystkim z faktu, że zgodnie z rozporządzeniem w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (CRR) środki pozyskane z emisji tych papierów wartościowych mogą być zaliczane do funduszy własnych banków, zwiększając współczynniki kapitałowe [Rozporządzenie nr 575/2013, art. 63]. Po wtóre, obligacje podporządkowane wyemitowane przez banki zwiększają poziom tzw. funduszy własnych i kwalifikowalnych zobowiązań, tj. MREL (ang. *minimum requirement for own funds and eligible liabilities*). Ma to na celu zapewnienie, że w procesie przymusowej restrukturyzacji banków możliwe będzie umorzenie lub konwersja części długu (ang. *bail-in*), rozumiana jako zamiana instrumentów dłużnych na inne instrumenty finansowe, np. akcje [Węgrzyn, Dec, 2019].

Tabela 1. Wartość obligacji bankowych notowanych na rynku Catalyst w latach 2012–2021 (mln PLN)

Banki	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banki komercyjne, w tym	7739	8691	13 892	12 933	12 420	15 727	19 181	18 869	16 972	11 652
obligacje senioralne	4436	4710	8721	6849	5698	6849	8375	5874	4615	0
obligacje podporządkowane	3303	3982	5172	6085	6722	8878	10 806	12 996	12 358	11 652
Banki spółdzielcze, w tym	504	609	665	676	599	592	306	287	119	84
obligacje podporządkowane	494	599	655	676	599	592	306	287	119	84
obligacje senioralne	10	10	10	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z danych przytoczonych w tabeli 1, dominującą grupę emitentów obligacji bankowych stanowią banki komercyjne, co wynika z dużo większej skali ich działalności, a tym samym potrzeb finansowania tych podmiotów. W odniesieniu do banków spółdzielczych od 2015 r. obserwuje się systematyczny spadek wartości wyemitowanych przez nie obligacji. Wpływ na to mógł mieć komunikat Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) z 2017 r. w sprawie rekomendacji podwyższenia wartości nominalnej pojedynczej obligacji podporządkowanej wyemitowanej przez instytucje kredytowe oraz firmy inwestycyjne do kwoty co najmniej 400 tys. zł. Jest to istotne, biorąc pod uwagę, że, jak wynika z danych Catalyst, banki spółdzielcze finansowały się wyłącznie obligacjami podporządkowanymi. Co więcej, obligacje te były często oferowane inwestorom indywidualnym. Podniesienie wartości pojedynczej obligacji podporządkowanej do poziomu 400 tys. zł wiąże się z tym, że większość z tych inwestorów nie będzie w stanie nabyć chociażby jednej takiej obligacji.

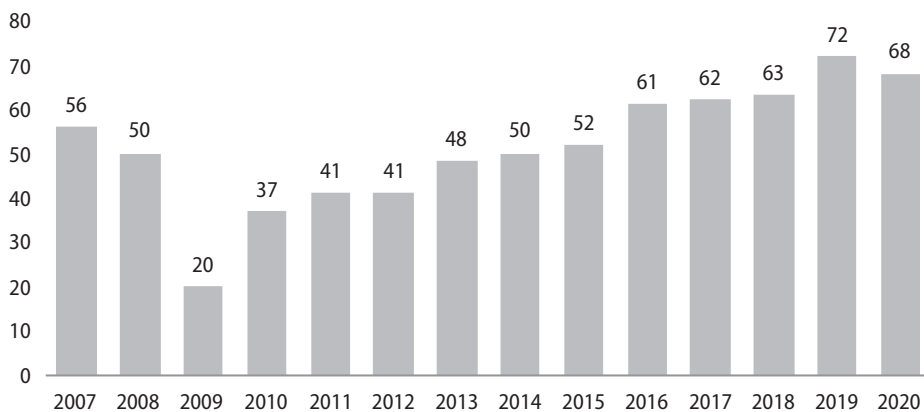
W odniesieniu do danych obrazujących wielkość i strukturę rynku obligacji bankowych w Polsce należy zaznaczyć, że dane pozyskane z rynku Catalyst nie obejmują wszystkich obligacji wyemitowanych przez banki krajowe. Dane przedstawiające obraz całego rynku są dostępne w bazie Rejestru Zobowiązań Emitentów (RZE), prowadzonej przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW). Jak wynika z danych RZE, obligacje notowane na rynku Catalyst na koniec 2021 r. stanowiły ponad 71% spośród wszystkich obligacji wyemi-

towanych przez banki w Polsce. Wartość wszystkich obligacji bankowych w Polsce na koniec 2021 r. ukształtowała się na poziomie 16,4 mld PLN. Niemniej jednak na podstawie danych RZE nie jest możliwe dokonanie podziału na obligacje senioralne oraz podporządkowane.

4. Ocena poziomu zaufania do obligacji bankowych w Polsce

Na zaufanie do obligacji bankowych składa się zaufanie do banków (jako emitentów tych obligacji) oraz zaufanie do obligacji korporacyjnych, stanowiących przedmiot potencjalnej inwestycji. W odniesieniu do banków, badania przeprowadzone przez Związek Banków Polskich (ZBP) sugerują, że zaufanie Polaków do banków w 2020 r. deklarowało aż 68% respondentów, co było drugim najwyższym wynikiem w historii tego badania (przeprowadzanego cyklicznie od 2007 r.). Niepokojące może być jednak to, że wynik ten był o 4 p.p. niższy w stosunku do wyniku badania z poprzedniego roku (rysunek 2).

Rysunek 3. Poziom społeczny zaufania do banków w Polsce w latach 2007–2019 na podstawie badań ZBP (w %)



Źródło: [Związek Banków Polskich, 2019].

Jako przyczyny osłabienia zaufania do banków respondenci wskazywali przede wszystkim kwestię zamknięcia jednego z banków spółdzielczych i związane z tym poczucie braku bezpieczeństwa. Taki pogląd dominował u co czwartej osoby deklarującej spadek zaufania i stanowił konsekwencje wydarzeń ze stycznia 2020 r., tj. procesu przymusowej restrukturyzacji Podkarpackiego Banku Spółdzielczego w Sanoku (PBS w Sanoku).

Względnie wysoki poziom zaufania do banków odnotowany w badaniu ZBP nie oznacza, że istnieje całkowita zgodność co do poziomu zaufania społeczeństwa do banków. T.J. Dąbrowski [2017, s. 138] podkreśla, że od początku kryzysu finansowego, który miał miejsce w latach 2007–2009, zaufanie publiczne do banków drastycznie zmalało i nadal utrzymuje się na niskim poziomie.

Zarówno klienci banków, jak i inwestorzy, mogą deklarować przy tym zupełnie inny poziom zaufania względem różnych rodzajów banków. Przymusowe restrukturyzacje PBS w Sanoku oraz – ok. 3 miesiące później – banku spółdzielczego w Przemkowie mogły zatem wpłynąć na zmniejszenie poziomu zaufania inwestorów indywidualnych jedynie do banków spółdzielczych, nie zaś do banków komercyjnych. Ponadto większość osób fizycznych korzysta z rachunków bankowych założonych w bankach komercyjnych. Zadowolenie tych osób z usług świadczonych przez banki może z kolei implikować wyższy poziom zaufania do banków – nie tylko jako do instytucji przechowującej środki finansowe w postaci depozytów, lecz także jako do emitentów obligacji. Wynika to z heurystyki afektu, zgodnie z którą inwestorzy tworzą opinie na podstawie własnych przekonań, oceniając, czy dany podmiot jest zgodny z ich upodobaniami, czy nie, a także na podstawie tendencji do unikania rzeczy nie lubianych i dążenia do lubianych [Finucane i in., 2000, s. 13–14]. Biorąc to pod uwagę, postawiono hipotezę badawczą (H1), zgodnie z którą poziom zaufania inwestorów indywidualnych do banków komercyjnych jest wyższy niż poziom zaufania do banków spółdzielczych.

Poza poziomem zaufania do banków istotna jest również ocena poziomu zaufania inwestorów względem rynku obligacji korporacyjnych w Polsce, a zwłaszcza względem poszczególnych segmentów tego rynku. Według M. Pawłowskiego [2015, s. 202] w percepcji inwestorów aktywność podejmowana na rynku obligacji korporacyjnych w Polsce nabiera cech inwestycji o wysokim ryzyku, czego podstawę stanowią coraz częściej występujące trudności emitentów w obsłudze zadłużenia i rosnąca liczba ich upadłości. W połączeniu z niskim współczynnikiem środków odzyskiwanych przez obligatariuszy w przypadku braku spłaty obligacji przez emitenta (tzw. *recovery ratio*), inwestorzy detaliczni muszą liczyć się ze znacznym ryzykiem utraty środków zainwestowanych na rynku obligacji korporacyjnych, co osłabia poziom zaufania do tej grupy instrumentów finansowych. Z drugiej strony badania przeprowadzone przez K. Gemrę oraz J. Maruszewskiego [Gemra, 2019, s. 79] pokazują, że inwestorzy indywidualni – spośród wszystkich segmentów obligacji korporacyjnych – są najbardziej skłonni do zainwestowania w obligacje wyemitowane przez banki. Odpowiedź taką zadeklarowało aż 77% wszystkich respondentów. Przeciętne oprocentowanie i przeciętny poziom płynności obligacji bankowych na tle pozostałych obligacji korporacyjnych sugerują przy tym, że jednym z kluczowych czynników determinujących wyniki przytoczonych badań jest właśnie wysoki poziom zaufania inwestorów indywidualnych do obligacji bankowych.

Na poziom zaufania do obligacji wpływać może również rodzaj tych dłużnych papierów wartościowych. Można wszak zakładać, że inwestorzy większym zaufaniem darzą obligacje zabezpieczone niż niezabezpieczone. Podobnie jest z podziałem obligacji pod względem kolejności zaspokajania roszczeń wierzycieli w przypadku upadłości lub przymusowej restrukturyzacji emitenta. W tym zakresie zasadne zdaje się to, że większym zaufaniem niż do obligacji podporządkowanych inwestorzy powinni darzyć obligacje senioralne, gdyż w przypadku upadłości lub przymusowej restrukturyzacji banku to właśnie obligatariusze senioralni zostaliby spłaceni w pierwszej kolejności. Dodatkowo, zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. [Rozporządzenie Dz.U. 2018 poz. 1112, par. 28], obligacje podporząd-

kowane uznaje się za dłużne papiery wartościowe, których struktura utrudnia inwestorowi zrozumienie ryzyka związanego z tymi instrumentami finansowymi (tj. za skomplikowane instrumenty finansowe). Co więcej, jest to stosunkowo nowa i nieliczna grupa instrumentów finansowych w Polsce (według stanu na koniec 2021 r. z emisji obligacji podporządkowanych korzystały głównie banki oraz jedna spółka ubezpieczeniowa). Jak wynika z przytoczonej wcześniej heurystyki afektu, znane i „sprawdzone” obligacje senioralne mogą więc cechować się wyższym poziomem zaufania niż skomplikowane obligacje podporządkowane, które dotychczas były przedmiotem zainteresowania badaczy oraz dziennikarzy głównie wtedy, gdy inwestorzy indywidualni ponosili stratę wskutek wszczęcia przymusowej restrukturyzacji banków. Na tej podstawie zaproponowana została druga hipoteza badawcza (H2) zakładająca, że poziom zaufania inwestorów indywidualnych do bankowych obligacji senioralnych jest wyższy niż poziom zaufania do obligacji podporządkowanych.

5. Metodyka badań

Do realizacji głównego celu badawczego wykorzystane zostały badania ankietowe kierowane do inwestorów indywidualnych w Polsce. Za inwestorów indywidualnych uznano osoby fizyczne, które dokonują bezpośrednich inwestycji w instrumenty finansowe. W badaniu inwestorzy anonimowo wypełniali kwestionariusz ankiety, w którym oceniali poziom zaufania do banków oraz obligacji emitowanych przez banki. Biorąc pod uwagę możliwość dotarcia z kwestionariuszem ankiety do jak największej liczby inwestorów, autor zdecydował się na przeprowadzenie ankiety internetowej (CAWI). Wybór ten zdawał się być zasadny ze względu na zamknięcie wielu segmentów gospodarki (ang. *lock-down*) w czasie przeprowadzania badania, co było spowodowane pandemią COVID-19. Implikowało to fakt, że wiele osób – w tym inwestorów giełdowych – większość czasu spędzało w swoich domach, co zwiększało szanse na dotarcie do nich z wykorzystaniem ankiet internetowych.

Badanie właściwe zostało poprzedzone badaniem pilotażowym przeprowadzonym w okresie od 3 do 9 kwietnia 2020 r. Wzięły w nim udział 22 osoby, w tym inwestorzy giełdowi, pracownicy naukowcy oraz pracownicy instytucji finansowych. Celem badania pilotażowego było dopracowanie kwestionariusza ankiety oraz sprawdzenie poprawności założonej procedury badawczej.

Badanie właściwe trwało natomiast dwa miesiące i zostało przeprowadzone w okresie od 15 kwietnia do 15 czerwca 2020 r. Informacja o możliwości wypełnienia ankiety była wyświetlana tym pełnoletnim użytkownikom portalu społecznościowego www.facebook.com, którzy deklarowali, że inwestują swoje środki na Giełdzie Papierów Wartościowych². Dodatkowo informacja o ankiecie była publikowana na popularnych forach, serwisach i blogach

² Do wyświetlania informacji o ankiecie tylko wybranej grupie użytkowników portalu społecznościowego Facebook wykorzystana została opcja personalizowanych reklam. Promowanie ankiety z wykorzystaniem tej opcji trwało 19 dni: od 21 kwietnia do 10 maja 2020 r.

o tematyce inwestycyjnej, takich jak: www.stockwatch.pl/forum, www.gragiieldowa.pl oraz www.inwestycjegiieldowe.com.

Aby zweryfikować hipotezy badawcze, przeprowadzono analizy statystyczne z wykorzystaniem programu IBM SPSS Statistics 26. Przy użyciu tego narzędzia wykonano test Wilcoxon, będący nieparametryczną alternatywą dla testu t-Studenta w przypadku dwóch równolicznych próbek, dających się połączyć w pary [Wilcoxon, 1945, s. 80–83]. Różnica pomiędzy tymi testami polega na tym, że test t-Studenta sprawdza hipotezę zerową o równości średnich arytmetycznych w odpowiadających im populacjach, a test Wilcoxon weryfikuje równość median. Ponadto test Wilcoxon nie posiada założeń dotyczących rozkładu próby, stąd może być wykorzystywany w sytuacjach, gdy założenia testu t-Studenta nie są spełnione [Zimmerman, Zumbo, 2010, s. 75–77]. Wykorzystanie nieparametrycznego testu Wilcoxon na poczet niniejszych badań wynika z tego, że dane z ankiet były zbierane na skali porządkowej, a nie ilościowej. Brak możliwości wykorzystania jednego z najbardziej popularnych testów niezależności chi-kwadrat był determinowany tym, że badane zmienne były zmiennymi zależnymi (niezależność badanych zmiennych jest z kolei podstawowym założeniem testu niezależności chi-kwadrat). Za poziom istotności w badaniu uznano klasyczny próg $\alpha = 0,05$. Dodatkowo dokonano oceny siły mierzonego efektu z wykorzystaniem współ-

czynnika $r = \frac{z}{\sqrt{n}}$ [Rosenthal, 1994, s. 232–234]. Wyniki badań ilościowych zaprezentowano

z wykorzystaniem tabel kontyngencji (nazywanych tabelami krzyżowymi).

Przed scharakteryzowaniem próby badawczej i zaprezentowaniem wyników badania należy nawiązać do jego słabych stron. Słabością badania jest przede wszystkim to, że zostało przeprowadzone drogą internetową, przez co próba badawcza nie może zostać uznana za reprezentatywną. Wszak niezasadne byłoby przyjęcie założenia, iż wszyscy inwestorzy indywidualni mają dostęp do Internetu. Dodatkowo w momencie przeprowadzania badania dwa banki spółdzielcze w Polsce zostały poddane procesowi przymusowej restrukturyzacji, co mogło negatywnie wpłynąć na poziom zaufania respondentów do banków spółdzielczych. Badanie nie uwzględnia natomiast faktu, że w dniu 31 grudnia 2020 r. Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG) podjął pierwszą w Polsce decyzję o wszczęciu przymusowej restrukturyzacji wobec banku komercyjnego (Idea Banku). Powtórzenie badania po dacie przymusowej restrukturyzacji Idea Banku mogłoby wiązać się z otrzymaniem innych wyników (zwłaszcza w zakresie poziomu zaufania do banków komercyjnych).

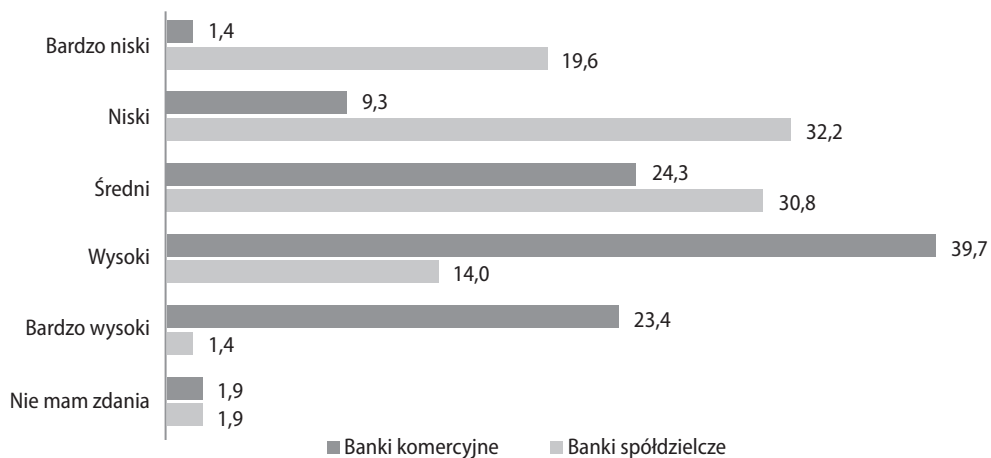
6. Wyniki badań

Kwestionariusze ankiet zostały wypełnione przez 214 inwestorów indywidualnych, z czego blisko cztery piąte (79%) stanowili mężczyźni. Spośród wszystkich respondentów 93 (43%) z nich zadeklarowało, że dotychczas inwestowali już w obligacje wyemitowane przez przed-

siębiorstwa (tj. w obligacje korporacyjne). Spośród 93 respondentów, którzy zadeklarowali, że inwestują w obligacje korporacyjne, 36 z nich (39%) inwestowało w obligacje wyemitowane przez banki. Respondenci ci zostali poproszeni o udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy inwestowali w obligacje podporządkowane wyemitowane przez bank. Aż 64% respondentów inwestujących w obligacje bankowe inwestowało w bankowe obligacje podporządkowane. Blisko co piąty respondent (19%) odpowiedział, że nie wie, czy obligacje bankowe, które posiadał w portfelu, były obligacjami podporządkowanymi. Może to świadczyć o braku świadomości tych inwestorów co do tego, czym są te obligacje i jakie ryzyko wiąże się z inwestycjami w te papiery wartościowe. Tylko 17% respondentów inwestujących w obligacje bankowe zadeklarowało, że nie inwestowało w podporządkowane obligacje wyemitowane przez banki.

Kolejne pytania w kwestionariuszu ankietowym dotyczyły poziomu zaufania inwestorów do banków, w podziale na banki komercyjne oraz spółdzielcze. Uzyskane odpowiedzi zostały zaprezentowane na rysunku 4.

Rysunek 4. Poziom zaufania respondentów do poszczególnych rodzajów banków (w %, N = 214)



Źródło: opracowanie własne.

Otrzymane wyniki badań ankietowych pokazują, że ankietowani inwestorzy deklarowali mocno zróżnicowany poziom zaufania do banków w zależności od tego, czy chodziło o banki komercyjne czy spółdzielcze. Dużo większym zaufaniem respondentów cechowały się przy tym banki komercyjne. Ponad 63% badanych inwestorów uznało, że ich poziom zaufania do banków komercyjnych jest wysoki lub bardzo wysoki. Z kolei tylko 10,7% respondentów zadeklarowało, że ich poziom zaufania do banków komercyjnych jest niski lub bardzo niski. Z drugiej strony blisko 52% respondentów zadeklarowało, że ich zaufanie do banków spółdzielczych jest niskie lub bardzo niskie. Dodatkowo tylko 15,4% respondentów uznało, że ich poziom zaufania do tych banków jest wysoki lub bardzo wysoki.

Do weryfikacji hipotezy badawczej zakładającej, że poziom zaufania inwestorów indywidualnych do banków komercyjnych jest wyższy niż do banków spółdzielczych, wykorzystano

nieparametryczny test Wilcoxon. Test ten pozwalał na sprawdzenie, czy poziom zaufania do banków komercyjnych i spółdzielczych jest statystycznie różny. Odnotowano wynik statystycznie istotny: $Z = -11,06$; $p < 0,001$, co sugeruje, że wyniki ankiet w zakresie poziomu zaufania do banków komercyjnych oraz spółdzielczych były statystycznie różne. Ponadto siła odnotowanego efektu była bardzo duża ($r = 0,76$). Rozkład wyników został zaprezentowany w tabeli 2.

Tabela 2. Rozkład odpowiedzi w zakresie poziomu zaufania respondentów do banków komercyjnych oraz banków spółdzielczych ($N = 210$)

		Poziom zaufania do banków spółdzielczych					Ogółem		
		bardzo niski	niski	średni	wysoki	bardzo wysoki			
Poziom zaufania do banków komercyjnych	bardzo niski	<i>N</i>	1	1	1	0	0	3	
		%	0,5	0,5	0,5	0,0	0,0	1,4	
	niski	<i>N</i>	11	5	3	0	1	20	
		%	5,2	2,4	1,4	0,0	0,5	9,5	
	średni	<i>N</i>	15	26	8	2	1	52	
		%	7,1	12,4	3,8	1,0	0,5	24,8	
	wysoki	<i>N</i>	10	29	36	10	0	85	
		%	4,8	13,8	17,1	4,8	0,0	40,5	
	bardzo wysoki	<i>N</i>	5	8	18	18	1	50	
		%	2,4	3,8	8,6	8,6	0,5	23,8	
	Ogółem		<i>N</i>	42	69	66	30	3	210
			%	20,0	32,9	31,4	14,3	1,4	100,0

Źródło: opracowanie własne z wykorzystaniem programu IBM SPSS Statistics 26.

W przypadku 176 respondentów poziom zaufania do banków komercyjnych był wyższy niż do banków spółdzielczych; odwrotną sytuację odnotowano jedynie w przypadku 9 badanych inwestorów. W przypadku pozostałych 25 respondentów odnotowano taki sam poziom zaufania do obu rodzajów banków³.

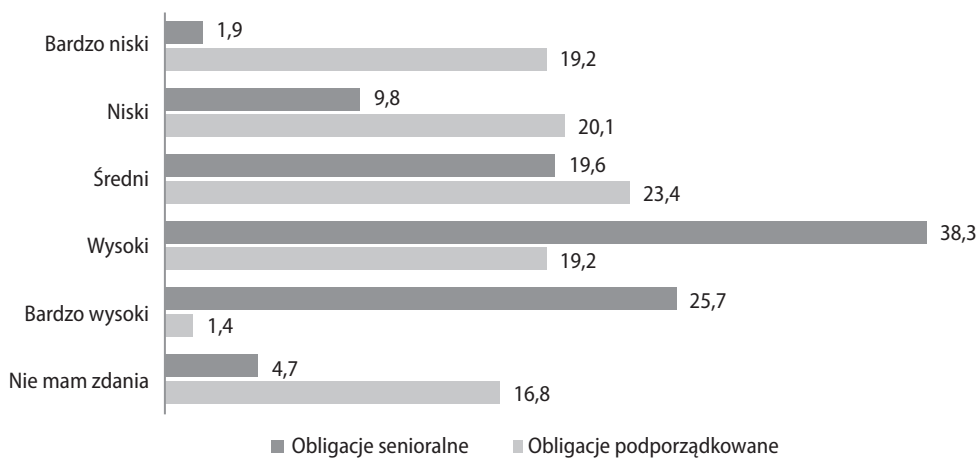
Pytanie o poziom zaufania zostało zadane respondentom również w kontekście bankowych obligacji senioralnych oraz obligacji podporządkowanych, tj. w podziale według kryterium kolejności zaspokajania obligatariuszy w przypadku upadłości lub przymusowej restrukturyzacji banku. Uzyskane wyniki zostały zaprezentowane na rysunku 5.

Wyniki badania pokazują, że 39,3% ankietowanych inwestorów określało swój poziom zaufania do bankowych obligacji podporządkowanych jako niski (20,1%) lub bardzo niski (19,2%). Ze względu na brak wiedzy o tych dłużnych papierach wartościowych, aż 16,8% respondentów nie miało zdania na ten temat. Nieco więcej niż co piąty respondent (20,6%)

³ W badaniu wykluczono obserwacje 4 inwestorów, którzy nie mieli zdania na temat poziomu zaufania do poszczególnych rodzajów banków ($N = 210$).

odpowiadał, że jego zaufanie do bankowych obligacji podporządkowanych jest wysokie (19,2%) lub bardzo wysokie (1,4%). Respondenci dużo wyżej ocenili swoje zaufanie do bankowych obligacji senioralnych. Aż 64% respondentów oceniło swój poziom zaufania do tych obligacji jako wysoki (38,3%) lub bardzo wysoki (25,7%). Z drugiej strony tylko 9,8% respondentów uznało, że ich poziom zaufania do bankowych obligacji senioralnych jest niski, a zaledwie 4 respondenci (tj. 1,9% próby badawczej) oceniło swój poziom zaufania do tych obligacji jako bardzo niski.

Rysunek 5. Poziom zaufania respondentów do poszczególnych rodzajów obligacji bankowych (w %, $N = 214$)



Źródło: opracowanie własne.

Poprzez zastosowanie testu Wilcoxa zweryfikowano, czy poziom zaufania do obligacji senioralnych i podporządkowanych różni się od siebie statystycznie. Wyniki testu były statystycznie istotne ($Z = -9,66$; $p < 0,001$; $r = 0,72$), a siła odnotowanego efektu duża. Rozkład wyników zaprezentowano w tabeli 3.

W przypadku 129 respondentów poziom zaufania do bankowych obligacji senioralnych (tradycyjnych) był wyższy niż poziom zaufania do bankowych obligacji podporządkowanych, a odwrotną sytuację odnotowano jedynie w przypadku 7 respondentów. Pozostałych 42 respondentów deklarowało taki sam poziom zaufania do obu rodzajów obligacji⁴.

Ostatnie pytanie dotyczyło barier inwestowania w obligacje bankowe. Celem tego pytania było ustalenie, czy niski poziom zaufania do obligacji bankowych stanowi kluczową barierę inwestowania w te dłużne papiery wartościowe. Odpowiedzi na to pytanie zostały zaprezentowane na rysunku 6.

⁴ W badaniu wykluczono obserwacje 36 inwestorów, którzy nie mieli zdania na temat poziomu zaufania do poszczególnych rodzajów obligacji bankowych ($N = 176$).

Tabela 3. Rozkład odpowiedzi w zakresie poziomu zaufania respondentów do bankowych obligacji senioralnych oraz bankowych obligacji podporządkowanych (N = 176)

		Poziom zaufania do bankowych obligacji podporządkowanych					Ogółem	
		bardzo niski	niski	średni	wysoki	bardzo wysoki		
Poziom zaufania do bankowych obligacji senioralnych	bardzo niski	N	4	0	0	0	0	4
		%	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2
	niski	N	8	6	4	1	0	19
		%	4,5	3,4	2,2	0,6	0,0	10,7
	średni	N	9	11	14	1	0	35
		%	5,1	6,2	7,9	0,6	0,0	19,7
	wysoki	N	12	19	22	16	1	70
		%	6,7	10,7	12,4	9,0	0,6	39,3
	bardzo wysoki	N	8	7	10	23	2	50
		%	4,5	3,9	5,6	12,9	1,1	28,1
	Ogółem	N	41	43	50	41	3	178
		%	23,0	24,2	28,1	23,0	1,7	100,0

Źródło: opracowanie własne z wykorzystaniem programu IBM SPSS Statistics 26.

Rysunek 6. Czynniki stanowiące bariery inwestycji w obligacje wyemitowane przez banki w opinii respondentów (w %, N = 214, pytanie wielokrotnego wyboru)



Źródło: opracowanie własne.

Najczęściej wskazywaną przez respondentów barierą inwestowania w obligacje bankowe była wysoka wartość nominalna pojedynczej obligacji podporządkowanej, wynosząca co najmniej 400 tys. zł. Na odpowiedź tę wskazało więcej niż trzech na czterech ankietowanych (75,7%). Drugą najczęściej wskazywaną barierą były złożone przepisy prawne regulujące działalność banków. Odpowiedź tę wskazało prawie dwukrotnie mniej respondentów

(93 respondentów, tj. 43,5% próby badawczej) niż w przypadku odpowiedzi związanej z wysoką wartością nominalną pojedynczej obligacji podporządkowanej (162 respondentów). Ponad 40% badanych inwestorów uważało, że barierą inwestowania w obligacje bankowe jest niska płynność obrotu tymi obligacjami. Co trzeci respondent zaznaczył, że barierą inwestowania w obligacje bankowe jest niskie oprocentowanie tych dłużnych papierów wartościowych (co dotyczy zwłaszcza bankowych obligacji senioralnych). Często wskazywaną odpowiedzią był również odległy pierwotny termin zapadalności obligacji podporządkowanych. Na odpowiedź tę wskazało 29,4% respondentów. Co czwarty ankietowany wskazał na wysokie koszty transakcyjne, a zaledwie co piąty na niski poziom zaufania do banków jako czynnik stanowiący barierę inwestowania w obligacje bankowe. Najczęściej wskazywanymi odpowiedziami były: słaba sytuacja ekonomiczno-finansowa banków (15,4%) oraz ograniczony dostęp do informacji na temat działalności banków (9,3%). Pięciu respondentów wskazało także na inne odpowiedzi (w tym m.in. na brak środków finansowych na inwestycje oraz brak wystarczającej wiedzy na temat obligacji bankowych).

7. Podsumowanie

Poziom zaufania inwestorów indywidualnych do obligacji bankowych w Polsce został oceniony w podziałach na poziom zaufania do emitentów tych obligacji (banki komercyjne i spółdzielcze) oraz na rodzaj obligacji (obligacje senioralne i podporządkowane).

Jak pokazały wyniki przeprowadzonych badań, rodzaj emitenta okazał się być statystycznie istotną zmienną, determinującą poziom zaufania badanych inwestorów indywidualnych. Wyższym poziomem zaufania ze strony inwestorów indywidualnych cechowały się banki komercyjne, a niższym banki spółdzielcze. Tym samym pozytywnie zweryfikowana została pierwsza hipoteza badawcza (H1). Biorąc pod uwagę zróżnicowanie poziomu zaufania inwestorów indywidualnych do banków w Polsce, można przyjąć, że zróżnicowanie to może występować również wśród klientów banków. To z kolei skłaniałoby do tego, aby przy badaniach poziomu zaufania osób fizycznych do sektora bankowego dokonywać podziału także ze względu na rodzaj banków.

Druga hipoteza badawcza zakładała, że również rodzaj obligacji emitowanych przez banki w podziale na kryterium kolejności zaspokajania obligatariuszy w przypadku upadłości lub przymusowej restrukturyzacji banku (tj. podział na obligacje senioralne i podporządkowane) różnicuje poziom zaufania inwestorów indywidualnych. Jak pokazały wyniki badań, ankietowani inwestorzy indywidualni deklarowali wyższy poziom zaufania do obligacji senioralnych niż podporządkowanych, co pozwoliło na pozytywną weryfikację hipotezy.

Finalnie, przeprowadzone badania ankietowe uprawdopodobniły, że niski poziom zaufania nie jest kluczową barierą inwestowania w obligacje bankowe. Zaledwie co piąty respondent wskazał, że niski poziom zaufania stanowi barierę inwestowania w te instrumenty finansowe. Kluczowymi barierami okazały się natomiast być czynniki regulacyjne, takie

jak wysoka wartość nominalna pojedynczej obligacji podporządkowanej na poziomie co najmniej 400 tys. PLN (75,7% wskazań), a także złożone przepisy prawne regulujące działalność banków (43,5% wskazań).

Na podstawie podjętych analiz literaturowych oraz badań empirycznych warto podkreślić potencjalne dalsze kierunki pożądanych badań w zakresie poziomu zaufania inwestorów indywidualnych do obligacji bankowych – lub szerzej – obligacji korporacyjnych. Po pierwsze, zasadne byłoby zestawienie poziomu zaufania inwestorów indywidualnych względem rodzajów emitentów z określonych branż (np. spółki paliwowe, energetyczne, deweloperzy). Badania te powinny dążyć do ustalenia, w których branżach niski poziom zaufania stanowi kluczową barierę inwestowania w obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa. Wyniki tych badań mogłyby być wykorzystane do podejmowania długoterminowych działań mających na celu odbudowanie zaufania inwestorów indywidualnych do emitentów z poszczególnych branż, co pozytywnie wpływałoby na możliwość pozyskania finansowania przez tych emitentów. Dodatkowo celowe staje się ustalenie wpływu poziomu zaufania do obligacji na wysokość marży tych instrumentów finansowych. Dotyczy to zwłaszcza tych sektorów, w których obligacje są kierowane głównie do inwestorów indywidualnych.

Bibliografia

Akty prawne

1. Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. z 2022 r., poz. 454.
2. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych, Dz.U. z 2018 r., poz. 1112.
3. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

Wydawnictwa zwarte i artykuły prasowe

1. Bojańczyk M. [2013], *Niestabilna gospodarka, upadek zaufania i co dalej?: wizjonerzy i prepersi*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
2. Cooter R., Ulen R. [2011], *Ekonomiczna analiza prawa*, C.H. Beck, Warszawa.
3. Dąbrowski T.J. [2016], *Kształtowanie reputacji banku komercyjnego: podejście symboliczne i substancjalne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
4. Dąbrowski T.J. [2017], *Współczesny bank – między instytucją zaufania publicznego a przedsiębiorstwem*, „Bezpieczny Bank”, t. 1, nr 66.
5. Durlauf S.N., Fafchamps M. [2004], *Social Capital*, „SSRN Scholarly Paper, Social Science Research Network”, <https://papers.ssrn.com/abstract=546282>

6. Finucane M.L., Alhakami A., Slovic P., Johnson S.M. [2000], *The Affect Heuristic in Judgments of Risks and Benefits*, „Journal of Behavioral Decision Making”, t. 13, nr 1.
7. Gemra K. [2019], *Obligacje korporacyjne w finansowaniu przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
8. Gurbała M. [2015], *Instytucje*, w: *Geografia ekonomiczna*, red. K. Kuciński, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa.
9. Klement M., Żytniewski M. [2015], *Metodyczne aspekty modelowania zaufania i reputacji w społecznościach agentów programowych dla potrzeb wspomagania procesów biznesowych organizacji*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 243.
10. Orlik K. [2017], *Makroekonomia behawioralna: jak wyjaśniać zjawiska makroekonomiczne z wykorzystaniem ekonomii behawioralnej*, CeDeWu, Warszawa.
11. Pawłowski M. [2015], *Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce: uwarunkowania i perspektywy rozwoju*, CeDeWu.pl, Warszawa.
12. Rosenthal R. [1994], *Parametric Measures of Effect Size*, w: *The Handbook of Research Synthesis*, red. H. Cooper, L.V. Hedges, J.C. Valentine, Russell Sage Foundation, New York.
13. Slovic P. [1999], *Trust, Emotion, Sex, Politics, and Science: Surveying the Risk-Assessment Battlefield*, „Risk Analysis”, t. 19, nr 4.
14. Smith A. [1790], *The Theory of Moral Sentiments*, Metalibri, London.
15. Szambelańczyk J. [2010], *Stabilność systemu bankowego a paradygmat bankowości*, „Finanse: czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN”, nr 1(2).
16. Węgrzyn P., Dec P. [2019], *Uwarunkowania rozwoju rynku bankowych obligacji podporządkowanych w Polsce*, w: *Finansjeryzacja – zadłużenie, uwarunkowania*, red. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
17. Wilcoxon F. [1945], *Individual Comparisons by Ranking Methods*, „Biometrics Bulletin”, t. 1, nr 6.
18. Zimmerman D.W., Zumbo B.D. [2010], *Relative Power of the Wilcoxon Test, the Friedman Test, and Repeated-Measures ANOVA on Ranks*, „The Journal of Experimental Education”, t. 62, nr 1.

Materiały internetowe

1. Związek Banków Polskich [2019], *Badania wizerunkowe i badania reputacji sektora bankowego*, <https://pab.wib.edu.pl/badanie-reputacji-polskiego-sektora-bankowego-edycja-2020/>

The level of individual investors' confidence in bank bonds in Poland

Summary

The article aims to assess individual investors' confidence in Poland bank bonds and identify whether the type of bank and the category of bonds issued by banks determine the level of confidence in these financial instruments. The theoretical part of the study emphasized the importance of trust in the financial market. Also, the bank bond market in Poland was described. Furthermore, other authors' studies referring to the assessment of the level of confidence in bonds and banks in Poland were analyzed. The methods used in the article include questionnaire surveys addressed to individual investors (CAWI) and non-parametric statistical tests (Wilcoxon test).

Keywords: confidence, bond market, bank bonds
