

DETERMINANTY WYBORU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Najważniejszym elementem zachowań człowieka jest podejmowanie decyzji, odnosi się to oczywiście także do zachowań ekonomicznych. W klasycznej teorii zachowań konsumentów decyzję o zakupie towaru (bądź o rezygnacji z zakupu) tłumaczono relacją między cenami i użytecznością i traktowano ją jako jednorazowy akt. Obecnie podjęcie decyzji badane jako proces i wyróżnia się w nim pięć podstawowych faz¹:

- odczuwanie potrzeby (świadomość);
- poszukiwanie możliwości zaspokojenia potrzeby;
- ocena możliwości;
- decyzja zakupu;
- odczucia pozakupowe.

Z punktu widzenia badań dotyczących zachowań bardzo często ocenę i wybór spośród postrzeganych możliwości zaspokojenia potrzeby traktuje się łącznie (te dwa etapy są trudne do praktycznego oddzielenia).

Niniejszy artykuł opisuje część procesu decyzyjnego klientów funduszy inwestycyjnych w Polsce – część uwzględniającą wazenie zmiennych służących do porównania dostępnej oferty. W procesie porównywania ofert z pewnością najistotniejsze jest wyróżnienie cech funduszu i określenie ich istotności. Na podstawie porównania tych właśnie cech inwestorzy podejmują ostateczną decyzję o ulokowaniu swoich środków.

W badaniu² wyróżniono 14 cech funduszy, które mogą być przez klientów postrzegane jako różnicujące ofertę funduszy i w konsekwencji mogące mieć wpływ na wybór funduszu. Są to:

- staż rynkowy funduszu - okres istnienia funduszu na rynku,
- wyniki osiągnięte przez fundusz,
- wysokość opłat manipulacyjnych,
- wysokość opłat pobieranych przez fundusz za zarządzanie aktywami,
- czas oczekiwania na umorzenie jednostek uczestnictwa,
- minimalna kwota pozwalająca otworzyć rachunek inwestycyjny,
- dostępność punktu prowadzącego sprzedaż jednostek uczestnictwa,
- nazwa, marka funduszu,
- opinia sprzedawcy w punkcie sprzedaży jednostek uczestnictwa,
- opinie o funduszu w mediach,

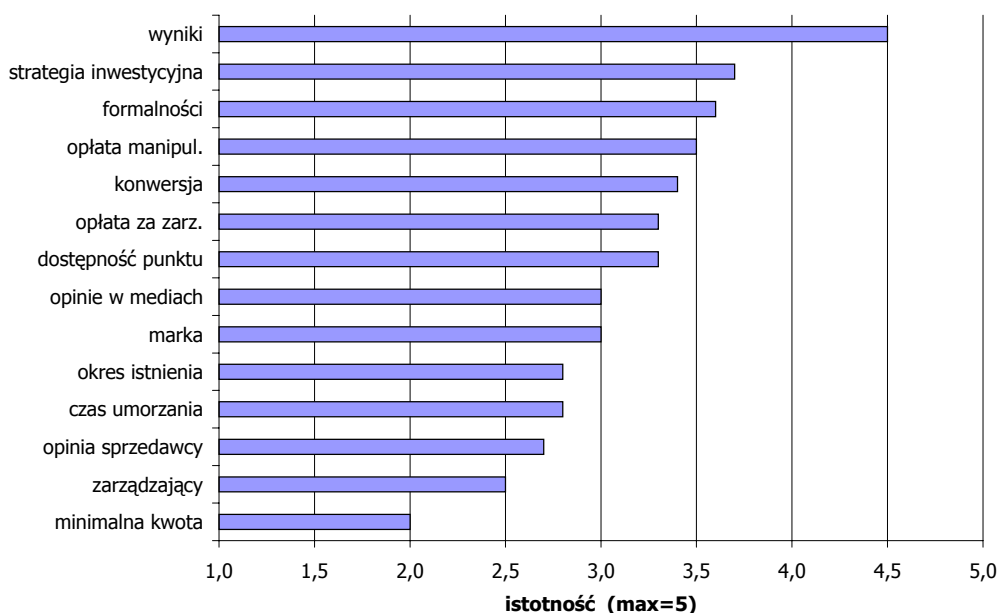
¹ L. Rudnicki, Zachowanie konsumentów na rynku, PWE, Warszawa 2000, s.196-197

² Podstawę analiz stanowią wyniki uzyskane w badaniu przeprowadzonym przez autora w styczniu 2000 roku metodą ankiety pocztowej na populacji 8030 krajowych klientów indywidualnych funduszy inwestycyjnych grupy TFI PEKAO – Alliance (dalej nazywanych klientami funduszy). Próba zrealizowana wyniosła N=1729, co daje zwrotność 22%. Reprezentatywność próby w zakresie płci, wieku, stażu inwestycyjnego, wartości konta oraz rozkładu przestrzennego została potwierdzona testem chi kwadrat (alfa = 0,01)

- osoba zarządzająca aktywami funduszu,
- strategia inwestycyjna funduszu,
- wygoda załatwiania formalności,
- możliwość przenoszenia (konwersji) środków między fundusze różnego typu.

Klienci oceniali istotność wymienionych cech w skali od 1 do 5 punktów, gdzie ocena 1 oznacza cechę nieważną, a 5 - bardzo ważną.

Okazuje się, że zdecydowanie najważniejsze są dla klientów wyniki osiągane do tej pory przez fundusz (średnia 4,5 punkta na 5 możliwych). Do istotnych kryteriów wyboru klienci zaliczyli także strategię inwestycyjną funduszu, wygodę załatwiania formalności, opłaty manipulacyjne, możliwość przenoszenia środków między różne typy funduszu oraz dostępność punktu dystrybucyjnego i pobierane przez fundusz opłaty za zarządzanie (średnie od 3,7 do 3,3). Na dalszych miejscach uplasowały się takie determinanty jak: opinie w mediach, marka funduszu, czas oczekiwania na umorzenie jednostek, staż rynkowy funduszu oraz opinie sprzedawców w punktach dystrybucji (średnie od 3,0 do 2,7). Zdecydowanie najmniejszy wpływ na decyzje inwestorów ma osoba, która zarządza funduszem (w większości przypadków nie jest ona nawet znana inwestorom) oraz ustalona przez fundusz minimalna kwota niezbędna do otwarcia rachunku (średnie odpowiednio 2,5 i 2,0).



Wykres 1. Determinanty wyboru funduszu inwestycyjnego

Źródło: opracowanie własne

Można przewidywać, iż pewne czynniki są postrzegane przez klientów "wspólnie", mimo iż opisują różne determinanty - w umyśle klienta są reprezentantami jednego nieobserwowalnego bezpośredniego czynnika ukrytego. Wychodząc z tego założenia można grupę czternastu cech uprościć, tłumacząc ją przez zredukowaną liczbę

czynników ukrytych. W tym celu przeprowadzona została eksploracyjna analiza czynnikowa, której głównym zadaniem jest właśnie odnalezienie nowej grupy zmiennych, mniej licznych niż grupa zmiennych oryginalnych, które wyrażają to, co jest między nimi wspólne³.

Na podstawie wykresu osypiska liczbę czynników ustalono na cztery, tłumacząc one łącznie ponad 55% łącznej wariancji. Analizie poddane zostały czynniki rotowane wybranymi metodami, jednak mimo pewnych wahań wartości ogólna interpretacja pozostała bez zmian. Poniżej zamieszczono macierz rotowanych ładunków czynnikowych (rotacja Varimax).

Tabela 1

Macierz rotowanych ładunków czynnikowych dla determinant wyboru funduszu

	czynniki			
	1	2	3	4
okres istnienia	0,043	0,543	0,018	0,11
Wyniki	-0,193	0,544	0,327	-0,061
opłata manipul.	0,048	0,017	0,885	-0,048
opłata za zarz.	0,101	0,092	0,88	0,002
czas umorzania	0,431	0,173	0,438	0,096
minimalna kwota	0,580	-0,121	0,122	0,318
dostępność punktu	0,770	0,028	0,017	0,153
marka	0,085	0,436	-0,193	0,378
opinia sprzedawcy	0,235	-0,027	-0,015	0,776
opinie w mediach	0,034	0,401	0,044	0,652
zarządzający	0,246	0,541	0,018	0,327
strategia inwestycyjna	0,189	0,692	0,125	0,014
formalności	0,712	0,289	0,067	0,052
konwersja	0,517	0,478	-0,014	-0,304
Extraction Method: Principal Component Analysis.				
Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.				

Źródło: opracowanie własne

³ J. Okoń, Analiza czynnikowa w psychologii, PWN, 1960, s.15 i dalsze, por. także G.A. Ferguson, Y. Takane, Analiza statystyczna w psychologii i pedagogice, Polskie Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 547

Czynniki w analizie zostały wyodrębnione przy zastosowaniu metody głównych składowych, punktem wyjścia była macierz korelacji Pearsona. Współczynnik KMO (test Keisera-Meyera-Olkina) jest równy 0,74, co ocenić można jako "niezły"⁴. Także przeprowadzony test sferyczności Bartletta każe odrzucić hipotezę, że macierz korelacji w populacji jest macierzą jednostkową (jedynki na przekątnych, poza tym zera). Sprawdzone także wartości KMO dla poszczególnych zmiennych, oscylują one między 0,6 a 0,9 - co kwalifikuje cały zbiór do dalszej analizy.

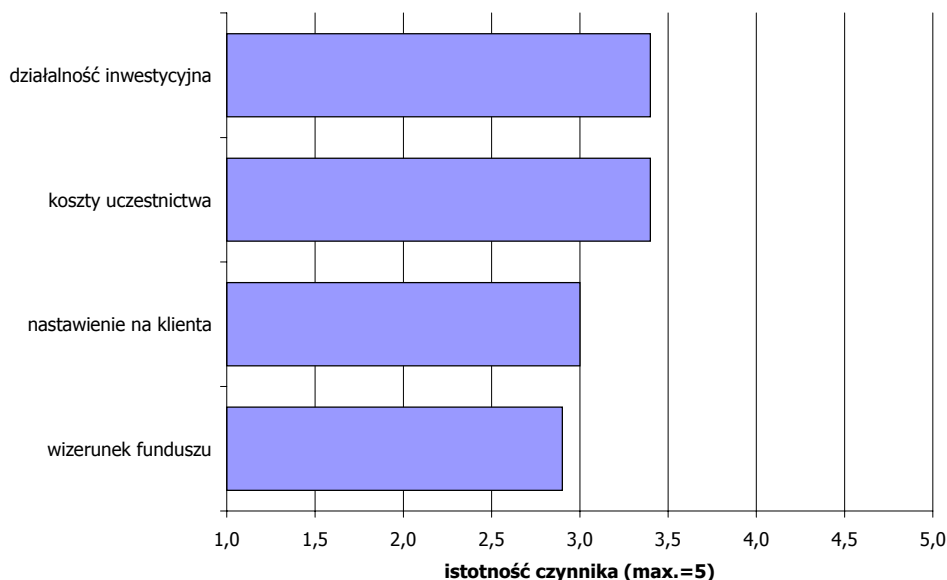
Interpretacja poszczególnych czynników jest bardzo wyrazista, z powyższej tabeli wyraźnie wynika, że:

- pierwszy czynnik tłumaczy determinanty związane z nastawieniem funduszu na klienta/łatwością korzystania (dostępność punktu dystrybuującego jednostki uczestnictwa, czas oczekiwania na umorzenie jednostek⁵, wygoda załatwiania formalności, możliwość konwersji jednostek oraz minimalna kwota niezbędna do założenia rachunku),
- drugi czynnik związany jest z działalnością inwestycyjną funduszu (wyniki osiągane przez fundusz, okres istnienia funduszu na rynku oraz osoba zarządzająca aktywami i strategia inwestycyjna funduszu),
- trzeci czynnik jest "ładowany" przez koszty ponoszone przy uczestnictwie w funduszu (opłaty manipulacyjne i opłaty za zarządzanie),
- czwarty czynnik związany jest z wizerunkiem funduszu (marka funduszu oraz opinie w mediach i opinie sprzedawców w punkcie dystrybucyjnym).

Dla tak wyodrębnionych czynników zbadano powtórnie hierarchię istotności. Najważniejsze dla klientów okazały się koszty uczestnictwa w funduszu oraz działalność inwestycyjna. Za grupy czynników stosunkowo mniej istotne klienci uznali łatwość korzystania z funduszu oraz jego wizerunek.

⁴ interpretacja wartości KMO wg Keisera: 0,9 - wspaniały, 0,8 -godny pochwały, 0,7 - niezły, 0,6 - przeciętny, poniżej 0,5 - nie do przyjęcia, za: M. Norussis, SPSS Professional Statistics 6.1, s.52

⁵ Rozkład ładunków wskazuje na możliwość kwalifikowania tego elementu zarówno do nastawienia na klienta/wygody korzystania z funduszu jak i do czynnika związanego z kosztami uczestnictwa - interpretacyjnie element ten pasuje jednak zdecydowanie bardziej do czynnika pierwszego, tak też został ostatecznie zaklasyfikowany. Podobnie zresztą w przypadku marki funduszu, wartości wskazują na możliwość zaklasyfikowania jej do grupy związanej z postrzeganiem działalności inwestycyjnej funduszu lub do grupy określającej wizerunek funduszu - w tym przypadku zdecydowano się na tę drugą możliwość. Więcej na temat przyporządkowywania i interpretacji czynników w analizie czynnikowej można przeczytać w: D. N. Lawley, A.E. Maxwell, Factor Analysis as a Statistical Method, London, Butterworths 1963, s.5 oraz 55-72



Wykres 2. Istotność determinant wyboru funduszu (zmiennie zagregowane)

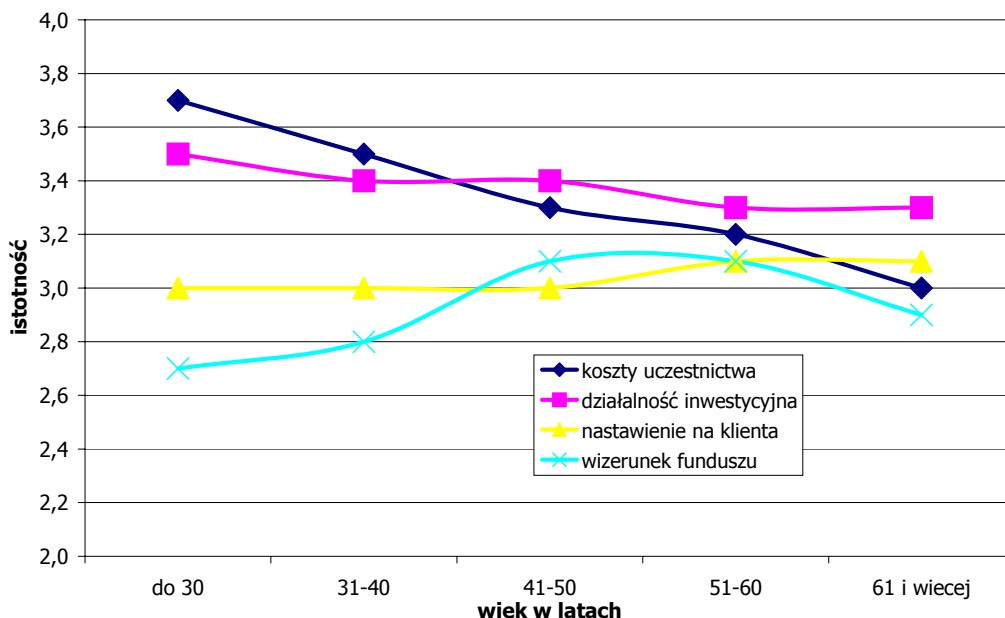
Źródło: opracowanie własne

Zrozumienie, w jaki sposób klienci agregują informacje oraz co składa się na wyróżniane przez nich pola analiz w dużym stopniu winno pomagać menedżerom funduszy w budowaniu komunikacji. Grupowanie poszczególnych determinant i ich istotność może stanowić także doskonałą przesłankę do oceny przekazów docierających do klientów. Z pewnością więc klient łatwiej przyswoi informacje o funduszu, a także będą one w jego ocenie bardziej harmonijne, jeśli poszczególne elementy składające się na czynniki będą występowały razem. Nie bez znaczenia jest także układ poszczególnych czynników (eksponowanie czynników oraz elementów bardziej istotnych dla klientów).

Segmentacja

Czynniki demograficzne

Na koszty uczestnictwa wrażliwi są przede wszystkim młodszy uczestnicy funduszy, nie mający jeszcze dzieci (puste gniazdo I) i mieszkający w pojedynkę (średnia 3,6 - 3,7). Wraz z wiekiem rola kosztów uczestnictwa wyraźnie spada (od 3,7 wśród osób młodych do 3,0 wśród starszych). Z kolei wizerunek funduszu odgrywa dużą rolę przede wszystkim dla osób mających gospodarstwo domowe już w fazie pustego gniazda II (widać wyraźną tendencję: od 2,7 wśród osób z pierwszej fazy do 3,1 wśród osób z fazy czwartej). Cechy demograficzne nie różnicują wagi aspektów związanych z działalnością inwestycyjną, natomiast w przypadku nastawienia na klienta - wyraźnie istotniejsze jest ono dla kobiet (średnia 3,2 punkta).

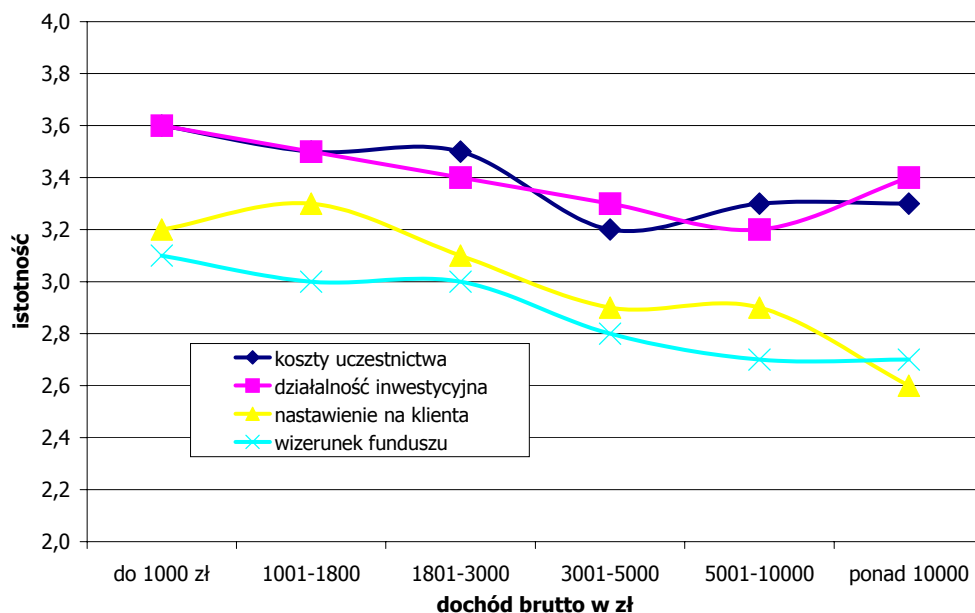


Wykres 3. Istotność czynników wyboru funduszu a wiek klientów

Źródło: opracowanie własne

Czynniki ekonomiczne

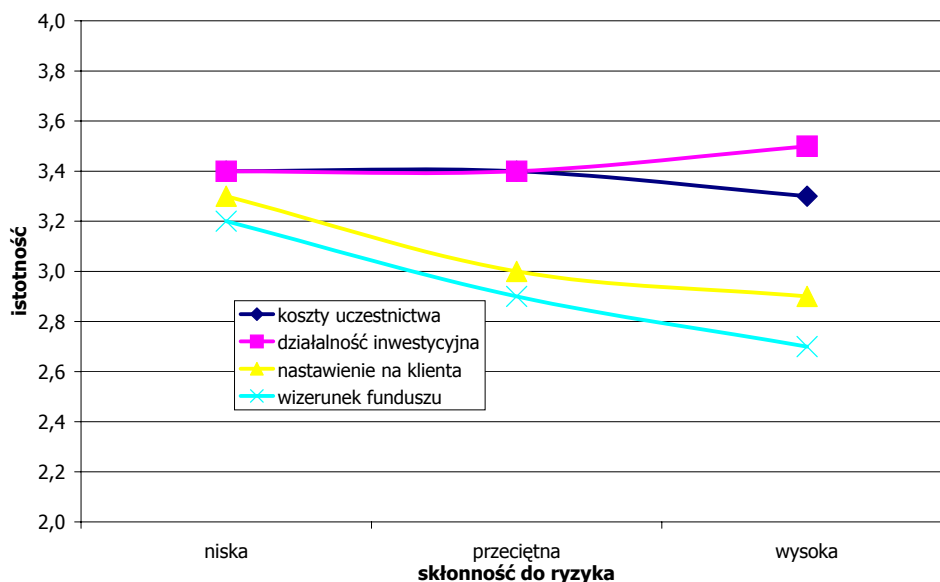
Analizując czynniki ekonomiczne zauważyć można pewną ciekawą zależność. Otóż wszystkim cechom opisującym działanie funduszy większe znaczenie skłonne są przypisywać osoby o niższym statusie społeczno-ekonomicznym. Świadczy to o względnym przesunięciu skali, na jakiej poszczególne grupy oceniały cechy. Wraz ze wzrostem statusu rola analizowanych cech maleje, choć zachowana zostaje ich hierarchia. Dodatkowo, na koszty uczestnictwa większą uwagę zwracają uczniowie i studenci (3,7) oraz osoby osiągające najniższe dochody (3,6). Także w przypadku działalności inwestycyjnej oraz wizerunku funduszu większe znaczenie tym czynnikom przypisują osoby o najniższych dochodach (średnie odpowiednio 3,6 i 3,1), a nastawieniu na klienta - osoby o dochodach niskich (3,2).



Wykres 4. Istotność czynników wyboru funduszu a miesięczny dochód brutto
Źródło: opracowanie własne

Czynniki psychograficzne

Koszty uczestnictwa są czynnikiem szczególnie istotnym dla osób dążących w życiu przede wszystkim do osiągnięcia kariery zawodowej oraz bogactwa materialnego (obydwie średnie 3,6). Z kolei w przypadku nastawienia funduszu na klienta oraz wizerunku funduszu, są to czynniki szczególnie ważne dla osób unikających ryzyka inwestycyjnego. Wraz ze wzrostem skłonności do ryzyka spada wpływ tych czynników w podejmowaniu decyzji (odpowiednio od 3,3 do 2,9 i od 3,2 do 2,7).

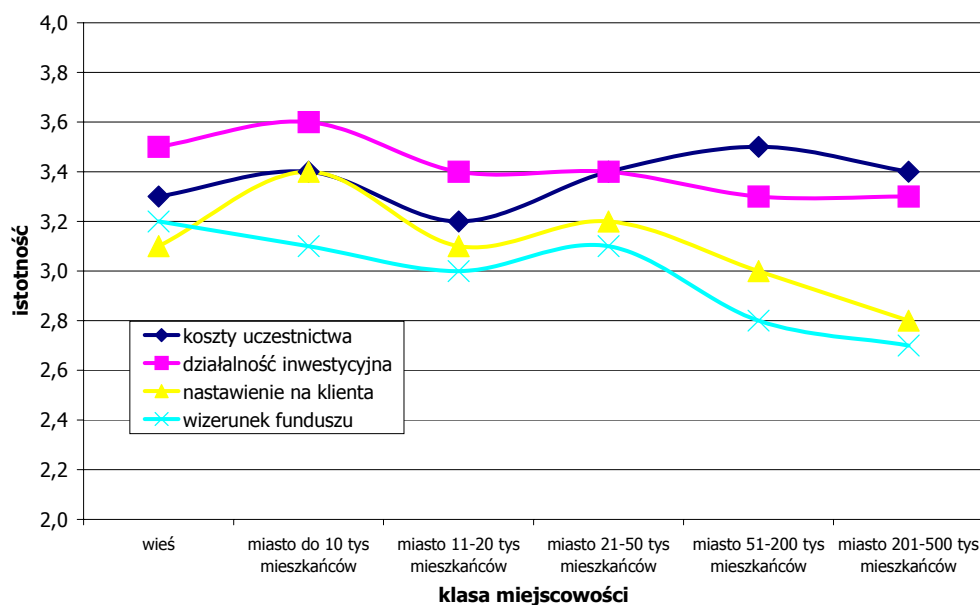


Wykres 5. Istotność czynników wyboru funduszu a skłonność do ryzyka
Źródło: opracowanie własne

Czynniki przestrzenne

Nastawienie funduszu na klienta (wygoda korzystania) jest zauważane jako czynnik szczególnie silnie wpływający na decyzję przez mieszkańców małych miasteczek (średnia 3,4), można przy tym przypuszczać, że w tej klasie miejscowości słabo rozwinięta jest infrastruktura pozwalająca na korzystanie z usług funduszu. Trudno jednak wytłumaczyć mniejsze znaczenie tego czynnika dla osób z miast najmniejszych i ze wsi (odpowiednio 3,1) - chyba, że osoby te trudności korzystania z usług finansowych traktują jako stan normalny. Z pewnością szanse dostępu wyrównane zostaną przez upowszechnienie nowoczesnych technik telekomunikacyjnych - telefoniczny i internetowy dostęp do rachunków.

Warto zauważyć także, iż wizerunek funduszu stosunkowo ważniejszy jest przy podejmowaniu decyzji dla mieszkańców najmniejszych miast (średnia 3,2).

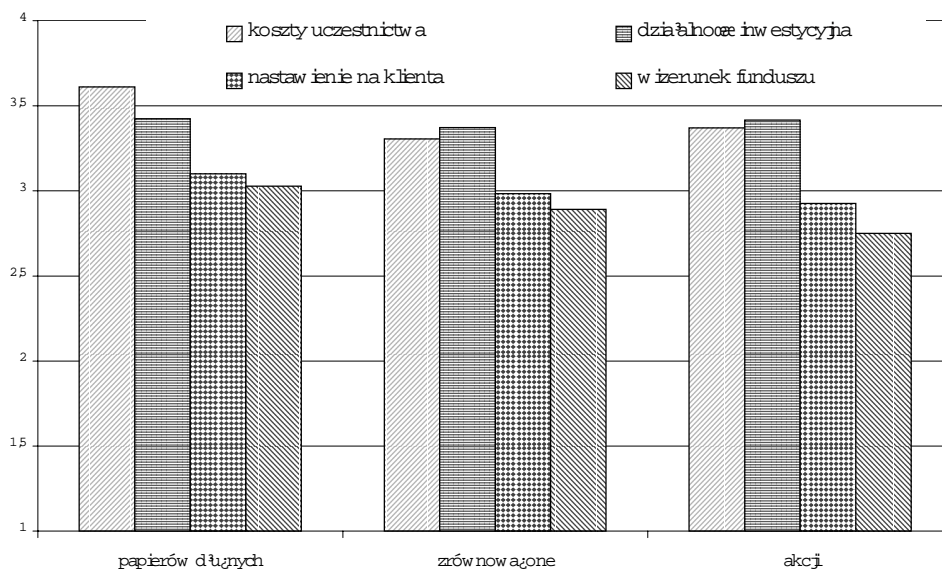


Wykres 6. Istotność czynników wyboru funduszu a klasa miejscowości
 Źródło: opracowanie własne

Czynniki związane z funduszem

Koszty uczestnictwa są podstawowym kryterium wyboru funduszu przede wszystkim dla inwestujących w fundusze papierów dłużnych (średnia aż 3,6). Koszty uczestnictwa to kryterium, którego znaczenie wzrasta, klienci nabywający jednostki uczestnictwa przed 1998 rokiem zwracali na ten aspekt stosunkowo mniejszą uwagę (średnia 3,2), niż ci, którzy zaczęli inwestować później (średnia 3,5).

Także w przypadku wizerunku funduszu, większe znaczenie przypisują mu uczestnicy funduszy papierów dłużnych (średnia 3,0).



Wykres 7. Istotność czynników wyboru funduszu a typ posiadanego funduszu

Źródło: opracowanie własne

Analiza ekonometryczna

Dotychczasowa analiza opierała się na wartościach średnich oraz na odsetkach. W celu określenia istotności związków posłużono się w dalszej części artykułu rachunkiem korelacyjnym oraz równaniami regresji. Badano siłę współzależności między zmiennymi związanymi z decyzją zakupu jednostek uczestnictwa a cechami charakteryzującymi klientów funduszy.

Siła powiązań korelacyjnych między zmiennymi związanymi z podjęciem decyzji a cechami opisującymi klientów funduszy jest dość duża, często przekracza 0,1. Na 231 możliwych korelacji aż 106 jest istotnych statystycznie przy poziomie istotności alfa 0,01⁶.

Spośród analizowanych czynników⁷ związanych z decyzją o zakupie jednostek uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym najczęściej z cechami klientów powiązany jest wizerunek funduszu (10 istotnych korelacji na 12 możliwych). Mniej korelacji występuję w przypadku nastawienia funduszu na klienta (7), działalności funduszu (6) oraz kosztów uczestnictwa (4 korelacje).

Spośród pojedynczych elementów decydujących o wyborze funduszu najwięcej istotnych korelacji z cechami klientów występuje w przypadku opinii sprzedawcy (11)

⁶ Analizę współzależności i regresji przeprowadzono na danych jednostkowych. Z powodu różnic wynikających z braków danych poziom istotności badany był dla każdej pary zmiennych osobno. Liczebności par wynoszą od 1492 do 1679. Liczba przypadków w poszczególnych analizach wahała się od 1464 do 1729. W tym przypadku wartość krytyczna r dla alfa=0,01 wynosi 0,66 – 0,67, a dla alfa=0,05 0,048 – 0,052. Prezentowane w tekście korelacje są istotne statystycznie przy poziomie istotności 0,05, chyba, że w tekście podany jest inny poziom istotności.

⁷ Pojęcie czynniki odnosi się tutaj do opisywanej wcześniej eksploracyjnej analizy czynnikowej

oraz minimalnej wysokości pierwszej wpłaty (10). Z kolei czynnikami najrządziej związanymi z cechami klientów okazują się być: możliwość dokonywania konwersji oraz marka funduszu (po 1 korelacji).

Zmieniając kierunek analizy można stwierdzić, iż najbardziej ze zmiennymi wpływającymi na decyzję powiązany jest osiągnięty przez klientów dochód (aż 18 istotnych korelacji na 21 możliwych). Ponad dziesięć korelacji występuje także w przypadku płci, wielkości zamieszkiwanej miejscowości oraz liczby posiadanych inwestycji. Najmniej powiązań występuje natomiast w przypadku liczby osób w gospodarstwie domowym (tylko 1 korelacja).

Symptomatyczne jest, iż im większa rola kobiet w podejmowaniu decyzji, tym większe znaczenie mają wyróżnione czynniki wyboru (wszystkie korelacje dodatnie). W przypadku decyzji podejmowanych przez mężczyzn jest dokładnie odwrotnie (wszystkie korelacji ujemne). Oprócz tych korelacji obserwować można tylko cztery inne przypadki korelacji ujemnych, dotyczą one zależności między marką funduszu a wysokością opłat manipulacyjnych, między wizerunkiem i wysokością opłat manipulacyjnych oraz między marką i kosztami uczestnictwa i minimalną kwotą niezbędną przy przystąpieniu do funduszu i wynikami przezeń osiąganymi.

Zagregowane zależności można prześledzić tworząc równania regresji, w których zmiennymi egzogenicznymi są wyróżnione czynniki a endogenicznymi – cechy opisujące klientów.

Tabela 3

Parametry i oceny modeli regresji dla czynników wyboru funduszu

		B	standardowy błąd szacunku	Beta	t	istotność	współlinio- wość	R	F	istot- ność
koszty uczestnictwa	(Constant)	3,973	0,164		24,237	0,000		0,213	21,848	0,000
	wiek	- 0,013	0,002	- 0,149	- 5,575	0,000	0,969			
	rok zakupu	0,142	0,038	0,099	3,700	0,000	0,963			
	łączny dochód brutto	- 0,093	0,027	- 0,092	- 3,482	0,001	1,000			
działalność inwestycyjna	(Constant)	4,195	0,178		27,823	0,000		0,197	9,352	0,000
	łączny dochód brutto	- 0,060	0,019	- 0,089	- 3,111	0,002	0,838			
	płeć	- 0,166	0,050	- 0,088	- 3,326	0,001	0,981			
	miejsce zamieszkania	- 0,026	0,012	- 0,058	- 2,134	0,033	0,931			
	wartość inwestycji	0,057	0,017	0,091	3,292	0,001	0,911			
	wiek	- 0,004	0,002	- 0,074	- 2,715	0,007	0,931			
wykształcenie	- 0,083	0,040	- 0,059	- 2,085	0,037	0,888				
nastawienie na klienta	(Constant)	3,793	0,138		28,119	0,000		0,231	19,530	0,000
	łączny dochód brutto	- 0,115	0,020	- 0,154	- 5,725	0,000	0,945			
	miejsce zamieszkania	- 0,046	0,013	- 0,094	- 3,517	0,000	0,961			
	płeć	- 0,168	0,055	- 0,081	- 3,064	0,002	0,980			
wizerunek funduszu	fazy cyklu życia	0,052	0,020	0,070	2,682	0,007	0,995	0,299	22,372	0,000
	(Constant)	3,956	0,181		21,892	0,000				
	płeć	- 0,386	0,061	- 0,165	- 6,314	0,000	0,970			
	fazy cyklu życia	0,116	0,022	0,138	5,218	0,000	0,948			
	miejsce zamieszkania	- 0,064	0,015	- 0,116	- 4,371	0,000	0,948			
	wykształcenie	- 0,159	0,047	- 0,091	- 3,362	0,001	0,911			
liczba inwestycji	- 0,042	0,018	- 0,061	- 2,297	0,022	0,938				
wartość inwestycji	0,044	0,021	0,057	2,136	0,033	0,944				

Źródło: opracowanie własne

Jak wynika z analizy istotność kosztów uczestnictwa jest zależna w największym stopniu od wieku klientów, nieco mniejszą rolę odgrywa moment zakupu i osiągnięty

dochód⁸. W przypadku działalności inwestycyjnej funduszu warto odnotować duży wpływ płci klienta (zdecydowanie większa rola tego czynnika w ocenach kobiet) oraz wartości inwestycji (wraz z liczbą posiadanych jednostek wzrasta waga tego czynnika). Z kolei w przypadku podejścia funduszu do klienta widać wyraźnie największe znaczenie osiąganego dochodu, im większy jest dochód klientów, tym większą uwagę zwracają na aspekty związane z wygodą i łatwością korzystania ze swoich inwestycji. Na siłę oddziaływania wizerunku funduszu wpływają natomiast w największym stopniu: płeć, faza cyklu życia oraz wielkość zamieszkiwanej miejscowości. Jak widać niektóre zmienne zgodnie z oczekiwaniami kształtują siłę oddziaływania większej liczby czynników, inne - mniejszej liczby, bądź nie wchodzą do modelu w ogóle. Podsumowanie zmiennych wchodzących do omawianych modeli regresji można prześledzić w tabeli poniżej.

Tabela 4.

Podsumowanie modeli regresji dla czynników wyboru funduszu

	wykształcenie	liczba osob	fazy cyklu życia	płeć	miejsce zamieszkania	wartość inwestycji	rok zakupu	wiek	łączny dochód brutto	status spol. ekon.	liczba inwestycji
koszty uczestnictwa											
działalność inwestycyjna											
nastawienie na klienta											
wizerunek funduszu											

Źródło: opracowanie własne

Przedstawione wyżej równania mają poza wartością poznawczą w dziedzinie zachowań klienta także niebagatelne znaczenie aplikacyjne. Wskazują one na najważniejsze cechy segmentacyjne oraz siłę ich oddziaływania na poszczególne zmienne związane z decyzją. Mogą więc pomóc w dobraniu odpowiedniego przekazu informacyjnego do określonego segmentu docelowego.

⁸ wprowadzie parametr B wskazuje na odwrotną hierarchię zależności, jednak jest on o tyle mylący, iż mówi o wpływie na zmienną egzogeniczną w przypadku zmiany zmiennej endogenicznej o jednostkę - z pewnością większą różnicą jest przesunięcie o jednostkę na sześciostopniowej skali dochodów niż o jeden rok w wieku klientów. Aby możliwie obiektywnie ocenić wpływ zmiennych posłużono się parametrem Beta, który określa zmianę na zmiennych standaryzowanych.