



Komisja
Nadzoru
Finansowego



Krzysztof Jajuga

Obligacje i akcje



Anatomia sukcesu • Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego



ANATOMIA SUKCESU
INSTYTUCJE I ZASADY FUNKCJONOWANIA
RYNKU KAPITAŁOWEGO

prof. dr hab. Krzysztof Jajuga

OBLIGACJE I AKCJE

Warszawa 2009



Publikacja została wydana nakładem Komisji Nadzoru Finansowego

© Komisja Nadzoru Finansowego
Pl. Powstańców Warszawy 1
00-950 Warszawa
www.knf.gov.pl

Warszawa, grudzień 2009
Wydanie III, uaktualnione

ISBN 978-83-924813-7-9

Opracowanie graficzne
Maciej Tajber

Druk
Agencja Reklamowo-Wydawnicza A. Grzegorzczak
www.grzeg.com.pl

Niniejsza publikacja wydana została w celach edukacyjnych w ramach projektu Centrum Edukacji dla Uczestników Rynku – CEDUR. Informacje w niej zawarte mają wyłącznie charakter ogólny i nie stanowią porady inwestycyjnej.

Komisja Nadzoru Finansowego nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie decyzje inwestycyjne, podjęte przez czytelnika na podstawie zawartych w niniejszej publikacji informacji.

SPIS TREŚCI

<i>Obligacja – pojęcia wstępne i klasyfikacja</i>	5
<i>Inne rodzaje obligacji</i>	10
<i>Obligacje w Polsce</i>	13
<i>Wycena obligacji</i>	16
<i>Stopa dochodu obligacji</i>	21
<i>Ryzyko inwestowania w obligacje</i>	23
<i>Akcja – określenie i podstawowe prawa</i>	26
<i>Akcja – wartość i wskaźniki</i>	30
<i>Akcja – inne cechy charakterystyczne</i>	32
<i>Rynek akcji w Polsce</i>	35
<i>Słowniczek</i>	37

OBLIGACJA – POJĘCIA WSTĘPNE I KLASYFIKACJA

Obligacja jest to instrument finansowy (a jednocześnie również papier wartościowy), którego emitent jest dłużnikiem obligatariusza (posiadacza obligacji) i który zobowiązuje się wobec niego do świadczenia, polegającego na okresowych płatnościach odsetek i wykupie obligacji. Oznacza to, że emitent obligacji w ten sposób zaciąga dług u obligatariusza i zobowiązuje się ten dług spłacić wraz z odsetkami.

Obligacja jest instrumentem rynku kapitałowego, emitowanym zazwyczaj na okres co najmniej roku. Jednak polskie prawo, a ściślej Ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 roku (z późniejszymi zmianami) dopuszcza emisję obligacji krótkoterminowych, na okres krótszy niż rok.

Podstawowe charakterystyki obligacji:

- ➔ *wartość nominalna – jest to wartość, od której nalicza się odsetki i która jest płacona w momencie wykupu przez emitenta posiadaczowi obligacji;*
- ➔ *termin wykupu – jest to termin, w którym obligatariusz otrzymuje od emitenta kwotę równą wartości nominalnej; w terminie wykupu obligacja podlega wykupowi;*
- ➔ *oprocentowanie (inaczej: stopa kuponów) – stopa procentowa określająca wielkość odsetek wypłaconych obligatariuszowi;*
- ➔ *terminy płacenia odsetek – inaczej częstotliwość wypłacania odsetek, która wynosi zazwyczaj raz w roku, raz na pół roku bądź raz na kwartał;*
- ➔ *cena emisyjna – jest to cena, po której obligacja jest sprzedawana jej pierwszemu posiadaczowi w momencie emisji.*

Omawiając podstawowe charakterystyczne cechy obligacji warto jeszcze zwrócić uwagę na różnicę pomiędzy kursem obligacji a ceną rozliczeniową obligacji.

Kurs obligacji podawany jest w procentach wartości nominalnej obligacji i nie obejmuje odsetek, które narastają każdego dnia (począwszy od dnia, w którym dokonana była poprzednia płatność odsetek). Z kolei **cena rozliczeniowa obligacji** to ostateczna cena, jaką płaci się w transakcji za obligację, obejmująca również odsetki narosłe od ostatniej płatności. Określona jest ona w następujący sposób:

cena rozliczeniowa obligacji

= kurs obligacji razy wartość nominalna obligacji plus narosłe odsetki

Przykład 1.

Dana obligacja płaci oprocentowanie wynoszące 8% raz w roku – 15 maja. Wartość nominalna obligacji wynosi 1.000 złotych. Obligacją tą obraca się na giełdzie. 25 lipca kurs obligacji na giełdzie wynosi 99,5. Jest to 99,5% wartości nominalnej obligacji, czyli 995 złotych. Odsetki narastają proporcjonalnie do liczby dni od ostatniej płatności. Od 15 maja do 25 lipca upłynęło 71 dni, a zatem narosłe odsetki wynoszą: $(71/365) \times 0,08 \times 1.000 = 15,56$.

Wynika z tego, że cena rozliczeniowa tej obligacji wynosi: 1.010,56 zł (0,995 razy 1.000 plus 15,56).

KLASYFIKACJA OBLIGACJI ZE WZGLĘDU NA EMITENTA

Obligacje mogą być klasyfikowane ze względu na różne kryteria. Jednym z podstawowych kryteriów jest kryterium emitenta obligacji. Wyróżnia się tu trzy rodzaje obligacji:

- obligacje skarbowe – emitentem jest Skarb Państwa;
- obligacje gminne (komunalne) – emitentami są gminy lub związki gmin;
- obligacje przedsiębiorstw (korporacyjne).

Poprzez emisję obligacji wymienione powyżej podmioty pozyskują potrzebny kapitał. Skarb Państwa wykorzystuje obligacje na potrzeby finansowania deficytu budżetowego. W przypadku gmin pozyskany kapitał jest wykorzystywany na finansowanie inwestycji użyteczności publicznej. Jeśli zaś chodzi o przedsiębiorstwa, to kapitał wykorzystywany jest najczęściej na inwestycje.

Przedstawionemu podziałowi obligacji odpowiada również wyróżnienie różnego poziomu ryzyka niedotrzymania warunków obligacji. **Ryzyko niedotrzymania warunków** (zwane również ryzykiem kredytowym) wynika z możliwości nie dokonania płatności przez emitenta, tzn. nie płacenia odsetek i/lub nie zapłacenia wartości nominalnej w terminie wykupu obligacji. Ryzyko kredytowe wynika z możliwości nie dokonania płatności przez emitenta. Spośród wymienionych trzech

„Ryzyko kredytowe wynika z możliwości niedokonania płatności przez emitenta.”

rodzajów obligacji, obligacje skarbowe charakteryzują się niewielkim (lub zerowym) ryzykiem niedotrzymania warunków. Z kolei największe ryzyko kredytowe cechuje obligacje przedsiębiorstw.

Klasyfikacja obligacji ze względu na oprocentowanie:

- obligacje o stałym oprocentowaniu;
- obligacje o zmiennym oprocentowaniu;
- obligacje indeksowane;
- obligacje zerokuponowe.

Poniżej przedstawimy wszystkie rodzaje obligacji, podając jednocześnie przykłady.

Obligacja o stałym oprocentowaniu to taka, której oprocentowanie jest stałe i znane. Pozwala to na dokładne określenie wszystkich płatności z tytułu posiadania obligacji już w momencie jej zakupu.

Przykład 2.

Obligacja ma termin wykupu 3 lata, wartość nominalną 1.000 zł oraz oprocentowanie 6%. Odsetki płacone są raz na pół roku. Oznacza to, że obligatariusz otrzyma od emitenta następujące płatności:

- ➔ za pół roku: 30 zł (3% w skali połowy roku od wartości nominalnej);
- ➔ za rok: 30 zł;
- ➔ za półtora roku: 30 zł;
- ➔ za dwa lata: 30 zł;
- ➔ za dwa i pół roku: 30 zł;
- ➔ za trzy lata: 1.030 zł (odsetki półroczne: 30 zł plus wartość nominalna: 1.000 zł).

Obligacja o zmiennym oprocentowaniu to taka, w której oprocentowanie zmienia się w kolejnych terminach płacenia odsetek. Oprocentowanie to jest zależne od pewnej stopy odniesienia (stopy referencyjnej). Jako stopę referencyjną najczęściej przyjmuje się przeciętną stopę oprocentowania kredytów na rynku międzybankowym. W Polsce jest to stopa WIBOR (**Warsaw Inter Bank Offered Rate**). Jednocześnie do obliczeń przyjmuje się stopę dotyczącą okresu zgodnego z okresem płacenia odsetek. Jeśli zatem na przykład odsetki płacone są co pół roku, wówczas przyjmuje się 6-miesięczną stopę WIBOR. Inną – niż stopa oprocentowania kredytów na rynku międzybankowym – możliwością jest przyjęcie stopy rentowności bonów skarbowych o długości do terminu wykupu zgodnej z częstotliwością płacenia odsetek.

W przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu w terminie płacenia odsetek znana jest wartość stopy referencyjnej. Pozwala ona na dokładne określenie odsetek za przypadający kolejny okres odsetkowy. Z kolei odsetki za następne okresy odsetkowe nie są znane dokładnie, gdyż zależą od wartości stopy odniesienia na początku każdego kolejnego okresu odsetkowego.

Przykład 3.

Obligacja ma termin wykupu 2 lata, wartość nominalną 1.000 zł oraz oprocentowanie zmienne, określone jako $L + 0,5\%$, gdzie L jest to stopa referencyjna. Obecnie stopa ta wynosi 5%. Odsetki płacone są raz na pół roku. Oznacza to, że

obligatariusz otrzyma za pół roku 27,50 zł ($5\% + 0,5\% = 5,5\%$ w skali rocznej, czyli 2,75% w skali półrocznej).

Nie są natomiast znane płatności za następne półroczne okresy odsetkowe. Jeśli za pół roku stopa referencyjna wynosić będzie 6,5%, wówczas znana będzie płatność, którą obligatariusz otrzyma za rok – wynosi ona 35 zł ($6,5\% + 0,5\% = 7\%$ w skali rocznej, czyli 3,5% w skali półrocznej). Jeżeli natomiast wartość stopy odniesienia wyniesie za pół roku 3,5%, wówczas płatność, jaką obligatariusz otrzyma za rok wyniesie 20 zł ($3,5\% + 0,5\% = 4\%$ w skali rocznej, czyli 2% w skali półrocznej).

Specyficznym rodzajem obligacji jest **obligacja indeksowana**. W zasadzie jest to obligacja o zmiennym oprocentowaniu. Jednak tutaj oprocentowanie za dany okres zależy od stopy inflacji, a więc charakterystyki makroekonomicznej, nie zaś od stopy notowanej na rynku finansowym. Przy tym są dwie możliwości określania odsetek:

- ➔ na podstawie stopy inflacji w okresie poprzedzającym okres odsetkowy – wtedy oprocentowanie jest znane;
- ➔ na podstawie stopy inflacji w okresie odsetkowym – wtedy oprocentowanie nie jest znane.

Przykład 4.

Obligacja ma termin wykupu 1 rok, wartość nominalną 1.000 zł oraz oprocentowanie indeksowane określone jako $I + 1\%$, gdzie I to stopa inflacji, która będzie w nadchodzącym roku. Odsetki płacone są raz w roku, czyli w momencie wykupu. Oznacza to, że obligatariusz po roku otrzyma: 1.000 zł plus sumę zależną od stopy inflacji. Suma ta nie jest znana w momencie emisji.

Jeśli w momencie wykupu stopa inflacji jest znana i wynosi 3%, wówczas obligatariusz otrzyma 1.040 zł (1.000 zł + 40 zł).

Obligacja zerokuponowa to taka, w której nie występuje oprocentowanie. Obligatariusz otrzymuje w terminie wykupu sumę równą wartości nominalnej. Taka obligacja sprzedawana jest po niższej wartości nominalnej. W takiej sytuacji stosowany jest termin: „sprzedaż z dyskontem”.

Przykład 5.

Obligacja ma termin wykupu 2 lata, wartość nominalną 1.000 zł. Jest to obligacja zerokuponowa. Oznacza to, że obligatariusz otrzyma po dwóch latach w terminie wykupu 1.000 zł. Obecna cena tej obligacji wynosi 980 zł, czyli dyskonto wynosi 20 zł.

Szczególnym rodzajem jest **obligacja wypłacająca rentę wieczystą (perpetuity)**.

Obligacja wypłacająca rentę wieczystą to obligacja bez określonego terminu wykupu, zapewniająca posiadaczowi dochód w postaci odsetek.

Przykład 6.

Dana obligacja wypłaca rentę wieczystą. Jej wartość nominalna wynosi 1.000 zł, oprocentowanie 5%, odsetki są wypłacane raz w roku. Posiadacz tej obligacji otrzymuje co roku bezterminowo 50 zł.

INNE RODZAJE OBLIGACJI

Do tej pory przedstawione zostały klasyczne rodzaje obligacji. Jednak na rynku finansowym coraz częściej pojawiają się bardziej złożone obligacje. Omówimy teraz kilka często spotykanych rodzajów, podając przykłady.

W niektórych obligacjach wykup może odbywać się stopniowo, najczęściej w terminach płacenia odsetek. Ilustruje to poniższy przykład.

Przykład 7.

Obligacja ma termin wykupu 2 lata, wartość nominalną 1.000 zł oraz oprocentowanie 6%. Odsetki płacone są raz w roku. Wykup obligacji następuje w dwóch ratach w terminach płacenia odsetek. Oznacza to, że obligatariusz otrzyma od emitenta następujące płatności:

- ➡ za rok: 560 zł (połowa wartości nominalnej: 500 zł plus odsetki 60 zł);
- ➡ za dwa lata: 560 zł.

Duża liczba obligacji zawiera pewne dodatkowe prawa przysługujące emitentowi bądź obligatariuszowi. Bardzo popularna jest **obligacja zamienna na akcje**. Posiadacz takiej obligacji ma prawo do jej zamiany na akcje emitenta obligacji. Ilustruje to poniższy przykład.

Przykład 8.

Spółka X wyemitowała obligację o stałym oprocentowaniu z terminem wykupu 5 lat. Jest to obligacja zamienna na akcje. Oznacza to, że obligatariusz otrzymał prawo do zamiany tej obligacji na akcje spółki X nowej emisji. Prawo to może być wykonane po upływie 3 lat od emisji obligacji, a więc na jego wykonanie obligatariusz będzie miał 2 lata. Określony został współczynnik konwersji, tzn. określono liczbę akcji, którą otrzymuje się za jedną obligację przy zamianie. Współczynnik ten wynosi 100. Oznacza to, że za 1 obligację obligatariusz otrzyma 100 sztuk akcji nowej emisji. Oczywiście prawo do zamiany nie musi być wykonane – jest to tylko prawo, a nie zobowiązanie. Jeśli prawo do zamiany nie zostanie wykonane, wtedy emitent wykupi obligację po 5 latach.

Obligacja zamienna na akcje jest szczególnie użyteczna, gdy mamy do czynienia z przedsiębiorstwem, które realizuje ryzykowne projekty. W przypadku pomyślnego efektu tych projektów ceny akcji tego przedsiębiorstwa w przyszłości wzrosną. W takiej sytuacji za tę samą obligację można otrzymać akcje o większej wartości.

Innym przykładem obligacji zawierającej dodatkowe prawa jest tzw. **obligacja z prawem do wcześniejszego wykupu**. Gdy prawo to przysługuje emitentowi, wówczas taka obligacja nazywana jest **obligacją callable**. Emitent takiej obligacji ma prawo dokonać wykupu tej obligacji po ustalonej cenie przed terminem wykupu. Gdy z kolei prawo to przysługuje posiadaczowi, wówczas taka obligacja nazywana jest **obligacją putable**. Oba rodzaje obligacji są użyteczne w przypadku zmian stóp procentowych na rynku. Ilustrują to dwie sytuacje.

W pierwszej sytuacji założmy, że przedsiębiorstwo wyemitowało obligację o stałym oprocentowaniu. Jeśli na rynku stopy procentowe spadają, wtedy przedsiębiorstwo płaci relatywnie wysokie odsetki w stosunku do tych, które by płaciło, gdyby na przykład wyemitowało obligację o zmiennym oprocentowaniu. Jeśli zatem przedsiębiorstwo spodziewa się, że w okresie do wykupu stopy procentowe mogą spaść, wówczas powinno wyemitować obligację z prawem do wcześniejszego wykupu typu **callable**. W przypadku spadku stóp procentowych przedsiębiorstwo skorzysta z prawa do wcześniejszego wykupu, a w to miejsce wyemituje obligację o niższym oprocentowaniu.

W drugiej sytuacji założmy, że inwestor kupił obligację o stałym oprocentowaniu. Jeśli na rynku stopy procentowe rosną, wtedy inwestor otrzymuje relatywnie niskie odsetki w stosunku do takich jakie by uzyskał, gdyby na przykład kupił obligację o zmiennym oprocentowaniu. Jeśli zatem inwestor spodziewa się, że w okresie do wykupu stopy procentowe mogą wzrosnąć, wówczas powinien kupić obligację z prawem do wcześniejszego wykupu typu **putable**. W przypadku wzrostu stóp procentowych inwestor skorzysta z prawa do wcześniejszego wykupu, a w to miejsce kupi obligację o wyższym oprocentowaniu.

Fakt, iż obligacje mogą zawierać dodatkowe prawa przysługujące jednej ze stron, ma wpływ na ceny tych obligacji – każde prawo ma swoją wartość.

- ➔ *Obligacja zamienna na akcje ma wyższą wartość, niż obligacja bez prawa zamiany o tych samych pozostałych charakterystykach.*
- ➔ *Zależność między cenami obligacji z prawem do wcześniejszego wykupu i obligacji bez tych praw o tych samych pozostałych charakterystykach jest następująca:*

$\text{cena obligacji callable} < \text{cena zwykłej obligacji} < \text{cena obligacji putable}$

Innym rodzajem bardziej złożonej obligacji jest obligacja dwuwalutowa, w której wartość nominalna wyrażona jest w jednej walucie, zaś odsetki w innej walucie.

Niektóre obligacje sprzedawane są poza krajem emitenta, co oznacza również, iż denominowane są w innej walucie. Wtedy noszą nazwę **euroobligacji** – przy tym przedrostek „euro” nie ma związku z walutą euro.

Bardzo ważny rodzaj obligacji stanowią obligacje zabezpieczone hipotecznie. W przypadku niedotrzymania przez emitenta warunków tego typu obligacji posiadacz ma prawo do wpływów z tytułu sprzedaży nieruchomości, która jest zabezpieczeniem obligacji. Obligacje zabezpieczone hipotecznie odgrywają dużą rolę w systemie finansowania nieruchomości. Specyficznym przykładem tego typu instrumentów są **listy zastawne**, które są emitowane przez banki hipoteczne. Obligacje zabezpieczone hipotecznie uważane są zwykle za instrumenty o niskim poziomie ryzyka niedotrzymania warunków. Niemniej jednak należy pamiętać, że ich analiza jest bardziej skomplikowana, co w przypadku mniej doświadczonych inwestorów może prowadzić do strat. Stało się tak w okresie kryzysu na amerykańskim rynku finansowym w latach 2007–2008.

OBLIGACJE W POLSCE

Akty prawne regulujące emisję obligacji w Polsce są następujące:

- ➔ Ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 r. (z późniejszymi zmianami) – zgodnie z tą ustawą emitowane są obligacje gminne i korporacyjne;
- ➔ Rozporządzenia Ministra Finansów – zgodnie z nimi emitowane są obligacje skarbowe.

W Polsce w ofercie publicznej występują przede wszystkim obligacje skarbowe. Obligacje gminne i obligacje przedsiębiorstw, poza bardzo nielicznymi wyjątkami, występują jedynie jako emisje niepubliczne.

Przedstawimy teraz kilka rodzajów obligacji skarbowych, które w 2009 r. znajdowały się na rynku polskim.

Obligacje o stałym oprocentowaniu – obligacje dwuletnie

Wartość nominalna tych obligacji wynosi 100 zł, termin wykupu wynosi 2 lata. Oprocentowanie jest stałe, natomiast odsetki (całość) są wypłacane w terminie wykupu. Jednocześnie występuje tu roczna kapitalizacja dochodów, czyli odsetki przypadające za pierwszy rok podlegają oprocentowaniu przez drugi rok.

Przykład 9.

Dla obligacji o terminie wykupu 1 maja 2011 r. (oznaczanej jako DOS0511) oprocentowanie wynosi 5,5%. Oznacza to, że w dniu wykupu posiadacz jednej obligacji otrzyma 111,30 zł:

- ➔ *wartość nominalna: 100 zł;*
- ➔ *plus odsetki za pierwszy rok: 5,5 zł;*
- ➔ *plus oprocentowanie odsetek za pierwszy rok: 0,30 zł (5,5% od 5,5 zł);*
- ➔ *plus odsetki za drugi rok: 5,5 zł.*

Obligacje o stałym oprocentowaniu – obligacje pięcioletnie

Wartość nominalna tych obligacji wynosi 100 zł, termin wykupu wynosi 5 lat. Oprocentowanie jest stałe, zaś odsetki płacone raz w roku.

Przykład 10.

Dla obligacji z terminem wykupu 1 czerwca 2010 r. (oznaczanej jako SP0610) oprocentowanie wynosi 5%. Oznacza to, że posiadacz jednej obligacji otrzymuje co roku (w dniu 1 czerwca, przez cztery lata od 2006 do 2009) 5 zł, zaś w terminie wykupu 105 zł (wartość nominalna 100 zł plus odsetki 5 zł).

Obligacje o stałym oprocentowaniu – obligacje dziesięcioletnie

Wartość nominalna tych obligacji wynosi 1.000 zł, termin wykupu wynosi 10 lat. Oprocentowanie jest stałe, zaś odsetki płacone raz w roku.

Przykład 11.

Dla obligacji z terminem wykupu 24 października 2015 r. (oznaczanej jako DS1015) oprocentowanie wynosi 6,25%. Oznacza to, że posiadacz jednej obligacji otrzyma co roku (w dniu 24 października, przez dziewięć lat od roku 2006 do 2014) 62,5 zł, zaś w terminie wykupu 1.062,5 zł (wartość nominalna 1.000 zł plus odsetki 62,5 zł).

Obligacje o zmiennym oprocentowaniu – obligacje trzyletnie

Wartość nominalna tych obligacji wynosi 100 zł, termin wykupu wynosi 3 lata. Odsetki płacone są raz na pół roku, zaś oprocentowanie jest zmienne. Określa się je jako iloczyn dwóch liczb: pewnego współczynnika (mnożnika) o wartości bliskiej 1 (na przykład 0,99) i stawki bazowej. Stawka bazowa jest obliczana jako średnia arytmetyczna sześciomiesięcznych stóp WIBOR (czyli przeciętnych stóp oprocentowania kredytów na rynku międzybankowym) z pięciu dni poprzedzających dany okres odsetkowy. Przykładem takiej obligacji jest obligacja oznaczana TZ0512 z terminem wykupu 2 maja 2012 r., o wartości nominalnej 100 zł, w przypadku której stopa oprocentowania za pierwsze półrocze wynosi 4,31%.

Obligacje o zmiennym oprocentowaniu – obligacje dziesięcioletnie

Wartość nominalna tych obligacji wynosi 1.000 zł, termin wykupu wynosi 10 lat. Odsetki płacone są raz w roku, zaś oprocentowanie jest zmienne. Określa się je jako sumę dwóch liczb: stawki bazowej oraz 1%. Stawka bazowa określana jest jako średnia arytmetyczna średnich ważonych stóp rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych sprzedanych na przetargach w ciągu dwóch miesięcy poprzedzających dany okres odsetkowy.

Na przykład dla obligacji z terminem wykupu 18 stycznia 2010 r. (oznaczanej jako DZ0110) wypłata odsetek następuje w dniu 18 stycznia każdego roku.

Obligacje indeksowane – obligacje czteroletnie

Występują indeksowane obligacje z czteroletnim terminem wykupu. Wartość nominalna tych obligacji wynosi 100 zł. Okresem odsetkowym jest rok, ale odsetki (całość) płacone są w terminie wykupu. Przy tym występuje tu roczna kapitalizacja dochodów, czyli odsetki przypadające za kolejne lata podlegają oprocentowaniu w następnych latach. Oprocentowanie tych obligacji zależy od stopy inflacji za poprzedni rok. Na przykład obligacja z terminem wykupu 1 maja 2013 r. (oznaczana COI0513) za pierwszy okres odsetkowy płaci odsetki według stopy 6,50%.

WYCENA OBLIGACJI

WARTOŚĆ OBLIGACJI

Cena obligacji na rynku kształtuje się pod wpływem popytu i podaży, które z kolei zależą od różnych czynników. Najważniejszymi czynnikami wpływającymi na wartość obligacji są: poziom stóp procentowych oraz poziom ryzyka niedotrzymania warunków przez emitenta.

Przejdziemy teraz do omówienia pewnych zagadnień pochodzących z teorii, a mających znaczenie dla efektywności inwestowania w obligacje. Podstawowym zagadnieniem jest wartość i cena obligacji. W celu podjęcia właściwej decyzji inwestycyjnej inwestorzy dokonują wyceny obligacji.

Wycena obligacji polega na określeniu tzw. **sprawdliwej wartości** obligacji. Jest to cena, po której obligacja powinna być sprzedawana na rynku będącym w równowadze – rynku, który dysponuje wystarczającymi informacjami i działa racjonalnie. Podstawową metodą, która jest sto-

sowana przy wycenie obligacji, jest **metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych**. Wartość obligacji określa się w niej w następujący sposób:

„Wartość obligacji jest sumą obecnej wartości przepływów pieniężnych, które inwestor otrzyma w czasie posiadania obligacji.”

Wartość obligacji jest sumą obecnej wartości przepływów pieniężnych, które inwestor otrzyma w czasie posiadania obligacji; innymi słowy przepływy pieniężne są zdyskontowane, czyli „przeliczone na moment dokonywania wyceny”.

Stosuje się tu wzór:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

gdzie:

n – liczba okresów posiadania obligacji;

P – wartość obligacji otrzymana w wyniku wyceny;

C_t – przepływ pieniężny z tytułu posiadania obligacji, uzyskany w t -tym okresie posiadania obligacji;

r – tzw. wymagana stopa dochodu określona w skali okresu płatności odsetek; jeśli na przykład odsetki płacone są co pół roku, to jest to stopa w skali półrocznej.

WARTOŚĆ OBLIGACJI A CENA OBLIGACJI

Inwestor porównuje uzyskaną w wyniku wyceny wartość obligacji z ceną obligacji na rynku. Możliwe są tu trzy sytuacje:

- ➡ wartość uzyskana w wyniku wyceny jest wyższa od ceny rynkowej – inwestor ocenia, że obligacja jest warta więcej niż kosztuje na rynku – jest to niedowartościowanie obligacji; w takiej sytuacji racjonalny jest zakup obligacji;

- ➔ wartość uzyskana w wyniku wyceny jest niższa od ceny rynkowej – inwestor ocenia, że obligacja jest warta mniej niż kosztuje na rynku – jest to przewartościowanie obligacji; w takiej sytuacji racjonalna jest sprzedaż obligacji;
- ➔ wartość uzyskana w wyniku wyceny jest równa (przynajmniej w przybliżeniu) cenie rynkowej – inwestor ocenia, że obligacja jest warta tyle, ile kosztuje na rynku.

W wycenie wykorzystywane są dwa rodzaje informacji:

- ➔ przepływy pieniężne z tytułu posiadania obligacji;
- ➔ wymagana stopa dochodu.

Określenie wymaganej stopy dochodu jest kluczowe dla wyceny. Jest ona określona na podstawie stóp dochodu obligacji podobnego typu jak wyceniana obligacja. Wymagana stopa dochodu zależy od dwóch czynników:

- ➔ poziomu stóp procentowych na rynku, w dużym stopniu zależnych od spodziewanej stopy inflacji;
- ➔ poziomu ryzyka niedotrzymania warunków emitenta obligacji.

Często informacje tego typu dostępne są w bardziej specjalistycznych publikacjach finansowych, zaś w przypadku bardziej popularnych obligacji, takich jak skarbowe, również w dziennikach finansowych.

Wymagana stopa zwrotu a inflacja

- ➔ *W przypadku wzrostu (spadku) spodziewanej stopy inflacji, należy podwyższyć (obniżyć) wymaganą stopę dochodu.*
- ➔ *W przypadku wzrostu (spadku) poziomu ryzyka niedotrzymania warunków emitenta, należy podwyższyć (obniżyć) wymaganą stopę dochodu.*

Błędy w określeniu wymaganej stopy dochodu prowadzą do błędnej wyceny, dlatego określenie tej stopy jest właściwie najtrudniejszym elementem procesu wyceny obligacji.

WYCENA OBLIGACJI O STAŁYM OPROCENTOWANIU

Zastosowanie wzoru (1) w odniesieniu do obligacji o stałym oprocentowaniu ilustrują poniższe przykłady.

Przykład 12.

Rozpatrzmy hipotetyczną obligację o terminie wykupu przypadającym za dwa lata. Wartość nominalna tej obligacji wynosi 100, oprocentowanie 6%, odsetki płacone są co roku. Wyznamy wartość obligacji przy założeniu trzech różnych wartości wymaganej stopy dochodu: 5%, 6%, 7%. Po podstawieniu do wzoru (1) otrzymujemy:

➡ w przypadku wymaganej stopy dochodu 5%:

$$P = \frac{6}{1 + 0,05} + \frac{106}{(1 + 0,05)^2} = 101,86$$

➡ w przypadku wymaganej stopy dochodu 6%:

$$P = \frac{6}{1 + 0,06} + \frac{106}{(1 + 0,06)^2} = 100$$

➡ w przypadku wymaganej stopy dochodu 7%:

$$P = \frac{6}{1 + 0,07} + \frac{106}{(1 + 0,07)^2} = 98,19$$

Przedstawiony przykład wymaga dwóch komentarzy. Po pierwsze widać, iż przyjęcie wymaganej stopy dochodu wpływa istotnie na wynik w postaci wycenionej wartości. W przykładzie widać, iż zmiana wymaganej stopy dochodu dla rozpatrywanej obligacji o 1 punkt procentowy powoduje zmianę wartości obligacji o około 1,8%.

Po drugie należy zauważyć, iż istnieje zależność pomiędzy wymaganą stopą dochodu a oprocentowaniem obligacji. Gdy stopy te są równe – w przedstawionym przykładzie drugi przypadek, gdy obie stopy są równe 6% – wtedy wartość obligacji równa jest wartości nominalnej. Potocznie można to wytłumaczyć następująco: inwestor wymaga 6% dochodu, zaś obligacja daje dochód w wysokości 6% od wartości nominalnej, a zatem sprawiedliwą ceną jest wartość nominalna.

Jeśli wymagana stopa dochodu jest wyższa niż oprocentowanie, wtedy inwestor wymaga wyższego dochodu, niż daje od wartości nominalnej obligacja, a więc (dla zrealizowania tego dochodu) sprawiedliwa cena powinna być niższa od wartości nominalnej. Jeśli wymagana stopa dochodu jest niższa niż oprocentowanie, wtedy inwestor wymaga niższego dochodu, niż daje od wartości nominalnej obligacja, a więc (dla zrealizowania tego dochodu) sprawiedliwa cena powinna być wyższa od wartości nominalnej.

Następny przykład dotyczy obligacji, w przypadku której odsetki płacone są częściej niż raz w roku.

Przykład 13.

Rozpatrzmy podobną obligację jak w poprzednim przykładzie. Jest to obligacja o terminie wykupu przypadającym za dwa lata. Wartość nominalna tej obligacji wynosi 100, oprocentowanie 6%, odsetki płacone są co pół roku. Wymagana stopa dochodu wynosi 5% (w skali rocznej).

Po podstawieniu do wzoru (1) i uwzględnieniu faktu, iż wymagana stopa dochodu w skali pół roku to 2,5%, jak również faktu, iż półroczne odsetki wynoszą 3, otrzymujemy:

$$P = \frac{3}{1 + 0,025} + \frac{3}{(1 + 0,025)^2} + \frac{3}{(1 + 0,025)^3} + \frac{103}{(1 + 0,025)^4} = 101,88$$

Kolejny przykład dotyczy polskiej obligacji skarbowej.

Przykład 14.

Dla obligacji o terminie wykupu przypadającym za dwa lata oprocentowanie wynosi 5,5%. Oznacza to, że w dniu wykupu posiadacz jednej obligacji otrzyma 111,30 zł, na co składają się reinwestowane odsetki oraz wykup wartości nominalnej. Wymagana stopa dochodu wynosi 5,1%. W wyniku wyceny otrzymujemy:

$$P = \frac{111,30}{(1 + 0,051)^2} = 100,76$$

WYCENA OBLIGACJI ZEROKUPONOWEJ

Najprościej wyceny dokonuje się w przypadku obligacji zerokuponowej. Ilustruje to poniższy przykład.

Przykład 15.

Rozpatrzmy hipotetyczną obligację zerokuponową o terminie wykupu przypadającym za dwa lata. Wartość nominalna obligacji wynosi 100, zaś wymagana stopa dochodu określona przez inwestora wynosi 5,5%. Po podstawieniu do wzoru (1) otrzymujemy:

$$P = \frac{100}{(1 + 0,055)^2} = 89,85$$

Jak widać w tym przykładzie, w przypadku obligacji zerokuponowych przyjmuje się, że okresem bazowym jest rok.

WYCENA OBLIGACJI O ZMIENNYM OPROCENTOWANIU

Nieco inaczej dokonywana jest wycena obligacji o zmiennym oprocentowaniu. W tym przypadku przepływy pieniężne otrzymywane z tytułu posiadania obligacji nie są znane, gdyż zależą od stopy referencyjnej. W związku z tym wzór (1) nie może być zastosowany bezpośrednio. Jednak idea wyceny tej obligacji jest prosta. Zauważmy, że po wypłaceniu odsetek wartość obligacji jest równa

wartości nominalnej. Dzieje się tak dlatego, gdyż to od tej wartości naliczane są odsetki zależne od stopy referencyjnej, a tuż po wypłaceniu odsetek kolejne odsetki nie zostały jeszcze naliczone.

WARTOŚĆ OBLIGACJI A STOPY PROCENTOWE

Podstawowym czynnikiem, który decyduje o wartości, a w konsekwencji również o cenie obligacji, jest stopa procentowa. Zmiany stóp procentowych powodują zmiany wymaganych stóp dochodu inwestorów, co z kolei powoduje zmianę wartości obligacji. Ilustruje to następująca zasada:

Wzrost stóp procentowych powoduje spadek wartości obligacji, a spadek stóp procentowych powoduje wzrost wartości obligacji.

Zasada ta zilustrowana jest na Rysunku 1.



Na rysunku tym na osi odciętych zaznaczona jest stopa dochodu (zależna od poziomu stóp procentowych), a na osi rzędnych wartość obligacji. Jak widać, zmiany wartości obligacji w wyniku zmian stóp procentowych nie są proporcjonalne. W szczególności wzrost wartości obligacji wynikający ze spadku stopy dochodu o 1 punkt procentowy jest większy niż spadek wartości obligacji wynikający ze wzrostu stopy dochodu o 1 punkt procentowy.

Widać to było w jednym z poprzednich przykładów, w którym w przypadku spadku stopy procentowej z 6% do 5% obserwowano wzrost wartości obligacji o 1,86, zaś w przypadku wzrostu stopy procentowej z 6% do 7% obserwowano spadek wartości obligacji o 1,81. Właściwość ta nazywana jest wypukłością obligacji.

STOPA DOCHODU OBLIGACJI

Dochód z obligacji określony jest poprzez stopę dochodu obligacji, nazywaną również stopą dochodu w okresie do wykupu obligacji. Zwykle oznacza się ją symbolem **YTM** (**Yield To Maturity**) i oblicza na podstawie następującego wzoru:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1 + YTM)^t} \quad (2)$$

gdzie:

n – liczba okresów posiadania obligacji;

P – cena obligacji na rynku;

C_t – przepływ pieniężny z tytułu posiadania obligacji, uzyskany w t -tym okresie posiadania obligacji;

YTM – stopa dochodu w okresie do wykupu.

Zauważmy, że wzory (1) i (2) są do siebie bardzo podobne. Główna różnica polega na tym, że we wzorze (1) wartość obligacji nie jest znana, zaś stopa procentowa (w tym wypadku wymagana stopa dochodu) jest znana, natomiast we wzorze (2) cena obligacji jest znana, zaś stopa procentowa (w tym wypadku stopa dochodu w okresie do wykupu) nie jest znana.

Stopa **YTM** określa, jaką stopę dochodu (w skali roku) uzyska inwestor, który zakupi obligację po cenie P , przetrzyma ją do terminu wykupu, a także będzie reinwestował (na okres do terminu wykupu) odsetki po tej obliczonej stopie dochodu. Należy również pamiętać, iż we wzorze (2) stopa dochodu wyrażona jest w skali okresu płacenia odsetek, a zatem w celu wyrażenia jej w skali rocznej należy dokonać odpowiedniej transformacji. Jeśli na przykład odsetki płacone są co pół roku, należy obliczoną stopę (która jest stopą w skali półrocznej) pomnożyć przez 2.

OKREŚLANIE STOPY DOCHODU OBLIGACJI – PRZYKŁADY

Najłatwiej określa się stopę dochodu obligacji zerokuponowej. Ilustruje to przykład.

Przykład 16.

Dana jest hipotetyczna obligacja zerokuponowa z terminem wykupu za dwa lata. Wartość nominalna obligacji wynosi 100. Obligacja została kupiona za 85. Po podstawieniu do wzoru (2) otrzymujemy:

$$85 = \frac{100}{(1 + YTM)^2}$$

Po rozwiązaniu powyższego równania otrzymujemy: $YTM = 8,47\%$.

Nieco trudniej jest określić stopę dochodu obligacji o stałym oprocentowaniu. Ilustruje to następny przykład.

Przykład 17.

Dana jest hipotetyczna obligacja z terminem wykupu 3 lata. Wartość nominalna obligacji wynosi 100, oprocentowanie obligacji wynosi 6%, odsetki płacone są co roku. Obligacja została kupiona za 102. Po podstawieniu do wzoru (2) otrzymujemy:

$$102 = \frac{6}{(1 + YTM)} + \frac{6}{(1 + YTM)^2} + \frac{106}{(1 + YTM)^3}$$

Do rozwiązania powyższego równania niezbędne jest zastosowanie komputera (na przykład programu Excel) bądź kalkulatora finansowego. Wynik jest następujący: $YTM = 5,26\%$.

Na rozwiniętych rynkach finansowych stopy dochodu najważniejszych rodzajów obligacji są podawane w dziennikach finansowych i w innych środkach masowego przekazu.

RYZYKO INWESTOWANIA W OBLIGACJE

Jakkolwiek w porównaniu z akcjami obligacje obarczone są mniejszym ryzykiem, to jednak ryzyko to istnieje. Występują dwa podstawowe rodzaje ryzyka towarzyszące inwestowaniu w obligacje:

- ➡ ryzyko niedotrzymania warunków;
- ➡ ryzyko stopy procentowej.

Przedstawimy teraz oba rodzaje ryzyka.

RYZYO NIEDOTRZYMANIA WARUNKÓW

Ryzyko niedotrzymania warunków zwane również ryzykiem kredytowym, to ryzyko wynikające z faktu, że emitent (a więc zaciągający dług) może nie zwrócić kwoty równej wartości nominalnej lub nie zapłacić odsetek (lub jedno i drugie).

Obligacje skarbowe są w zasadzie wolne od ryzyka, gdyż mamy prawo oczekiwać, że Skarb Państwa jest wypłacalnym dłużnikiem. Największym ryzykiem niedotrzymania warunków charakteryzują się obligacje przedsiębiorstw. Podstawowa zasada dotycząca ryzyka niedotrzymania warunków jest następująca:

Im wyższe ryzyko niedotrzymania warunków, tym wyższa powinna być stopa dochodu obligacji.

Do oceny ryzyka niedotrzymania warunków służy zazwyczaj tzw. **rating** obligacji. Jest on nadawany przez wyspecjalizowane instytucje, zwane agencjami ratingowymi. Polega na zakwalifikowaniu danej obligacji do klasy o ściśle zdefiniowanym poziomie ryzyka niedotrzymania warunków. Na przykład w ratingu tworzonemu przez jedną z czołowych agencji ratingowych, Standard and Poor's Corporation, klasa o poziomie ryzyka niedotrzymania warunków bliskim zera oznaczana jest symbolem AAA.

Ryzyko stopy procentowej obligacji oznacza, że dochód z obligacji może się zmienić z powodu zmian stóp procentowych na rynku. Można wyróżnić dwa podstawowe rodzaje ryzyka stopy procentowej obligacji:

- ➡ ryzyko ceny;
- ➡ ryzyko reinwestowania.

Ryzyko ceny obligacji pojawia się w momencie, gdy posiadacz obligacji zamierza sprzedać obligację przed terminem wykupu. Wówczas dochód z inwestycji w obligację zależy od ceny sprzedaży obligacji, zaś ta cena zależy od poziomu stóp procentowych w momencie sprzedaży. Wynika to ze wzoru (1) określającego wycenę obligacji, który to wzór jest stosowany przed podjęciem decyzji o transakcji sprzedaży. Jak już wskazywaliśmy, zasada jest tu następująca:

Wzrost stopy procentowej oznacza spadek ceny obligacji, zaś spadek stopy procentowej oznacza wzrost ceny obligacji.

Przykład 18.

Rozważmy obligację o terminie wykupu 2 lata, wartości nominalnej 100, oprocentowaniu 5%. Inwestor nabył obligację, płacąc cenę równą wartości nominalnej. W świetle poprzednich rozważań oznacza to, że stopa dochodu YTM równa jest oprocentowaniu, czyli 5%. Jednak po roku inwestor decyduje się sprzedać obligację (jest to wówczas obligacja o terminie wykupu rok). Cena sprzedaży obligacji zależy od wymaganej stopy dochodu w momencie sprzedaży – jest to efekt działania ryzyka ceny. Rozważmy trzy przykładowe wymagane stopy dochodu – kolejno uzyskujemy:

➡ w przypadku wymaganej stopy dochodu równej 4%:

$$P = \frac{105}{1 + 0,04} = 100,96$$

➡ w przypadku wymaganej stopy dochodu równej 5%:

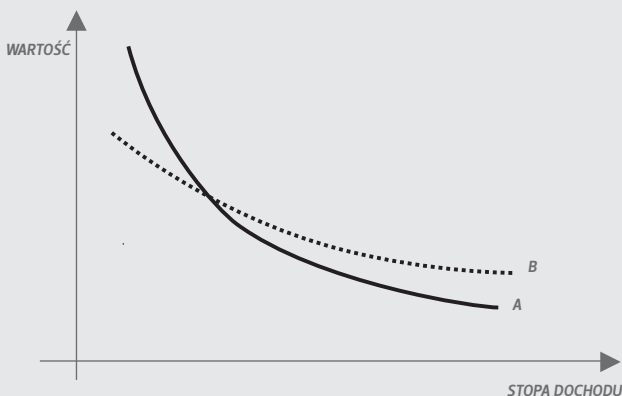
$$P = \frac{105}{1 + 0,05} = 100$$

➡ w przypadku wymaganej stopy dochodu równej 6%:

$$P = \frac{105}{1 + 0,06} = 99,06$$

Ilustracja ryzyka ceny przedstawiona jest na Rysunku 2.

Rysunek 2. Ryzyko zmiany ceny w przypadku dwóch przykładowych obligacji.



Na Rysunku 2 przedstawiona została zależność wartości obligacji od stopy dochodu w odniesieniu do dwóch obligacji. Jak widać krzywa odpowiadająca obligacji A jest bardziej „stroma” niż krzywa odpowiadająca obligacji B.

wiadająca obligacji B. Krzywe przecinają się w jednym punkcie, który odpowiada sytuacji takiej samej ceny i tej samej stopy dochodu dla obu obligacji. W przypadku zmian stóp procentowych zmiany wartości obligacji są różne. Widać, że obligacja A charakteryzuje się większym ryzykiem ceny.

- *Im wyższa stopa dochodu obligacji, tym niższe ryzyko ceny obligacji.*
- *Im krótszy okres do terminu wykupu obligacji, tym niższe ryzyko ceny obligacji.*

Z powyższych zasad wynika, iż w celu zmniejszenia ryzyka ceny obligacji należy inwestować w obligacje o krótszym okresie do terminu wykupu. Ponadto, im wyższa stopa dochodu obligacji, tym mniejsze ryzyko ceny.

Ryzyko reinwestowania pojawia się w przypadku obligacji z odsetkami (nie występuje w odniesieniu do obligacji zerokuponowych). Wynika ono z faktu, że stopa dochodu **YTM**, określająca dochód inwestora w okresie do terminu wykupu, wyznaczona jest przy założeniu, że otrzymane odsetki są reinwestowane po stopie równej **YTM**. Zauważmy jednak, iż w przypadku zmian stóp procentowych na rynku, odsetki są reinwestowane po stopach rynkowych. Jeśli zatem stopa reinwestowania jest wyższa niż **YTM**, wówczas zrealizowana stopa dochodu jest wyższa niż **YTM**. Jeśli z kolei stopa reinwestowania jest niższa niż **YTM**, wówczas zrealizowana stopa dochodu jest niższa niż **YTM**. Jest to właśnie efekt działania ryzyka reinwestowania.

PŁYNNOŚĆ OBLIGACJI

Płynność, tzn. możliwość szybkiej sprzedaży obligacji po oczekiwanej cenie różni się dla różnych rodzajów obligacji. W Polsce najbardziej płynne są obligacje skarbowe. Mniejszą płynnością charakteryzują się obligacje gminne oraz obligacje przedsiębiorstw.

W dniu 30 września 2009 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie otworzyła nowy rynek, noszący nazwę CATALYST. Na rynku tym dokonywany jest obrót obligacjami komunalnymi i obligacjami korporacyjnymi (emitowanymi przez przedsiębiorstwa i instytucje finansowe).

OGÓLNA KONKLUZJA

Inwestycje w obligacje są preferowane przez inwestorów dążących do ograniczania ryzyka. Wtedy należy inwestować w obligacje skarbowe i trzymać je do terminu wykupu. Inną zasadą jest inwestowanie w obligacje o długości okresu do terminu wykupu zbliżonej do horyzontu inwestycyjnego. Jeśli na przykład inwestor spodziewa się większych wydatków za dwa lata, wówczas powinien inwestować w dwuletnie obligacje skarbowe. Z kolei chęć zwiększania stopy dochodu oznacza konieczność inwestowania w obligacje o wyższym poziomie ryzyka.

„Inwestycje w obligacje są preferowane przez inwestorów dążących do ograniczania ryzyka.”

AKCJA – OKREŚLENIE I PODSTAWOWE PRAWA

Wskazywaliśmy już, że instrumenty finansowe, którymi obraca się na rynku finansowym, mogą być podzielone na trzy główne grupy:

- ➡ instrumenty dłużne;
- ➡ instrumenty udziałowe;
- ➡ instrumenty pochodne.

Instrumenty należące do dwóch pierwszych grup stosowane są głównie w celu transferu kapitału od podmiotów, które mają nadmiar kapitału, do podmiotów, które potrzebują kapitału przede wszystkim do finansowania różnego rodzaju przedsięwzięć.

Jedną z dwóch grup instrumentów służących do transferu kapitału są **instrumenty udziałowe**, z których najważniejszym instrumentem są akcje.

Akcja jest instrumentem finansowym, który jest emitowany przez podmiot zwany **spółką akcyjną**. Nabywca akcji zwany jest **akcjonariuszem**. Jest on współwłaścicielem spółki akcyjnej. Jeśli na przykład spółka akcyjna wyemitowała 1 milion akcji, zaś inwestor kupił 300 tys. sztuk akcji, to oznacza, że jego udział we własności spółki wynosi 30%.

Nabywając akcję spółki, akcjonariusz uzyskuje pewne prawa. Najważniejsze prawa, które otrzymuje akcjonariusz, są następujące:

- ➡ prawo głosu;
- ➡ prawo do dywidendy, inaczej prawo do udziału w zyskach spółki;
- ➡ prawo do udziału w masie likwidacyjnej;
- ➡ prawo poboru, czyli prawo do zakupu akcji nowej emisji.

PRAWO GŁOSU NA WALNYM ZGROMADZENIU AKCJONARIUSZY

Akcjonariusze podejmują najważniejsze decyzje w spółce. Podstawowym organem władzy w spółce jest Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy (WZA).

Jego posiedzenia odbywają się co najmniej raz w roku. Posiadacze akcji mają prawo głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Gdy spółka podejmuje ważne decyzje, o ich podjęciu decyduje liczba głosów. Każdy akcjonariusz ma tyle głosów, ile posiada akcji.

Oprócz Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy podstawowymi organami spółki są:

- ➡ Rada Nadzorcza, która na bieżąco nadzoruje pracę Zarządu Spółki i podejmuje decyzje, do których jest uprawniona;
- ➡ Zarząd Spółki, który zarządza bieżącą działalnością spółki.

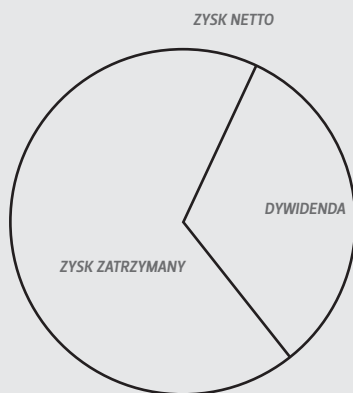
Do najważniejszych decyzji podejmowanych przez WZA należy zaliczyć: wybór Rady Nadzorczej, decyzję o wielkości wypłacanej dywidendy oraz strategiczne decyzje, na przykład o podwyższeniu kapitału lub połączeniu z inną spółką.

PRAWO DO DYWIDENDY

Duża część spółek akcyjnych osiąga zyski ze swojej działalności. Są one efektem tego, że przychody z działalności spółki są wyższe od kosztów jej działalności w okresie roku. Po zapłaceniu podatku, odsetek od zaciągniętych kredytów i innych zobowiązań spółka dysponuje zyskiem netto. Spółka, a konkretnie Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, podejmuje decyzję o podziale zysku netto na dwie części, którymi są:

- zysk zatrzymany;
- zysk do podziału, czyli dywidenda.

Rysunek 3. Podział zysku netto.



Zysk zatrzymany pozostaje w spółce, powiększa on kapitał własny spółki i stanowi jedno z możliwych źródeł finansowania przyszłych inwestycji.

Z kolei druga część to zysk do podziału, zwany dywidendą, który zostaje wypłacony akcjonariuszom.

Posiadacz każdej akcji otrzymuje pewną wartość, zwaną dywidendą przypadającą na 1 akcję. Potocznie wartość tę nazywa się krótko dywidendą.

Warto dodać, że dywidenda jest

dochodem akcjonariusza i jest opodatkowana. Decyzję o wielkości dywidendy podejmuje Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy.

Przykład 19.

Na rynku znajduje się 1 mln akcji spółki. Za ostatni rok spółka osiągnęła zysk netto równy 8 mln zł. Oznacza to, że na jedną akcję przypada 8 zł. Spółka zdecydowała się przeznaczyć 25% zysku na dywidendę. Zatem dywidenda wynosi 2 mln zł, a dywidenda przypadająca na jedną akcję wynosi 2 zł.

PRAWO DO UDZIAŁU W MASIE LIKWIDACYJNEJ

Zdarza się czasem, że spółka jest likwidowana, na przykład przejmowana przez inną spółkę lub jest ogłoszona upadłość tej spółki. Wtedy akcjonariusze spółki mają prawo do udziału w masie likwidacyjnej w proporcji zgodnej ze strukturą akcjonariatu.

PRAWO POBORU

Jest to prawo akcjonariusza do zakupu akcji nowej emisji po ustalonej cenie emisyjnej. Jednocześnie cena emisyjna jest zazwyczaj niższa niż cena rynkowa akcji. Zastosowanie prawa poboru przez spółkę wiąże się z tym, że spółka może zdecydować o nowej emisji akcji. Dzięki temu po większa ona kapitał akcyjny, a w związku z tym również kapitał własny, co oznacza nowe możliwości finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych.

Każdej akcji notowanej na rynku odpowiada jedno prawo poboru. Liczba praw poboru niezbędnych do zakupu akcji nowej emisji zależy od relacji liczby akcji notowanych na rynku do liczby akcji nowej emisji. Ilustruje to Przykład 20.

Przykład 20.

Na rynku jest 500 tys. akcji spółki. Obecna cena akcji wynosi 100 zł. Spółka podejmuje decyzję o emisji 125 tys. nowych akcji po cenie emisyjnej równej 80 zł. W ten sposób pozyskuje kapitał w wysokości 10 mln zł (125 tysięcy razy 80 zł). Wynika z tego, że na jedną akcję nowej emisji przypadają cztery akcje notowane na rynku. W tej sytuacji spółka emituje 500 tys. praw poboru, przy czym do zakupu jednej akcji nowej emisji potrzebne są 4 prawa poboru.

W przypadku prawa poboru istotną datą jest **dzień ustalenia prawa poboru**. Wszyscy inwestorzy, którzy posiadają akcje w tym dniu, uzyskują prawa poboru. Zasadniczo posiadacz prawa poboru ma trzy możliwości:

- ➡ wykonać prawo poboru i kupić akcje nowej emisji;
- ➡ sprzedać prawo poboru innemu inwestorowi;

- ➡ zatrzymać prawo poboru aż do dnia jego ustania i nie wykonać go (jeśli staje się to nieopłacalne, bo cena akcji na rynku spadnie).

Dla inwestora, który chce kupić prawo poboru, ważne jest określenie **teoretycznej wartości prawa poboru** przed dniem ustalenia prawa poboru. Przedstawia to następujący wzór:

$$P = \frac{P_s - P_e}{N + 1} \quad (3)$$

gdzie:

P – teoretyczna wartość prawa poboru,

P_s – cena akcji,

N – liczba praw poboru niezbędnych do zakupu jednej akcji nowej emisji,

P_e – cena emisyjna akcji nowej emisji.

Przykład 21.

Jest to kontynuacja poprzedniego przykładu. W przykładzie tym cena akcji na rynku wynosi 100 zł, zaś cena emisyjna akcji nowej emisji wynosi 80 zł. Do zakupu jednej akcji nowej emisji potrzebne są 4 prawa poboru. W ten sposób po zastosowaniu wzoru (3) otrzymujemy wartość teoretyczną prawa poboru:

$$P = \frac{100 - 80}{4 + 1} = 4$$

Dzięki otrzymaniu prawa poboru akcjonariusz otrzymał dodatkową wartość równą 4 zł za każde prawo poboru. Ma to miejsce, gdyż:

- ➡ dzięki prawom poboru akcjonariusz posiadający 4 akcje starej emisji może nabyć jedną akcję nowej emisji – w sumie kosztuje go to 480 zł ($4 \times 100 \text{ zł} + 1 \times 80 \text{ zł}$), co oznacza, że średnia cena akcji wynosi $480 / 5 = 96 \text{ zł}$;
- ➡ bez prawa poboru akcjonariusz musiałby zapłacić za 5 akcji sumę $5 \times 100 \text{ zł} = 500 \text{ zł}$, co oznacza średnią cenę akcji równą 100 zł – jest to o 4 zł drożej i tyle właśnie wynosi teoretyczna wartość prawa poboru.

W Polsce prawa poboru emitowane przez spółki publiczne mogą być notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Oczywiście ceny praw poboru na rynku mogą się różnić od wartości teoretycznych.

AKCJA – WARTOŚĆ I WSKAŹNIKI

Akcja spółki charakteryzowana jest przez pewną liczbę wskaźników. Niektóre z nich podawane są w notowaniach giełdowych. Do najważniejszych wskaźników zaliczamy następujące:

- ➔ **kapitał akcyjny** – stanowi część kapitału własnego spółki;
- ➔ **wartość nominalna** – wielkość kapitału akcyjnego, przypadająca na jedną akcję;
- ➔ **wartość emisyjna** – cena, po jakiej akcja sprzedawana jest na rynku pierwotnym;
- ➔ **wartość księgową** – wartość aktywów netto spółki, przypadająca na jedną akcję;
- ➔ **wartość rynkowa** – cena, po jakiej akcja jest sprzedawana na rynku wtórnym (np. na giełdzie);
- ➔ **zysk przypadający na 1 akcję** (EPS, *Earnings Per Share*) – iloraz zysku netto spółki oraz liczby akcji. Inwestorowi z reguły zależy na tym, aby ten wskaźnik był jak najwyższy. Jednak należy pamiętać, że zysk netto jest pojęciem księgowym i zdarza się, że zniekształca obraz rzeczywistej sytuacji finansowej spółki;
- ➔ **dywidenda przypadająca na 1 akcję** (DPS, *Dividend Per Share*) – iloraz dywidendy (czyli zysku do podziału) i liczby akcji. Generalnie inwestorom zależy na tym, aby dywidenda przypadająca na 1 akcję była dość wysoka, gdyż stanowi to bieżący dochód akcjonariusza. Jednak należy pamiętać, że wysoka dywidenda oznacza również mniej zysku zatrzymanego w spółce, a więc mniejszy kapitał własny firmy, który wykorzystany będzie do finansowania dalszej działalności spółki;
- ➔ **wskaźnik cena/zysk** (C/Z, P/E, *Price – Earnings Ratio*) – iloraz ceny rynkowej akcji i zysku netto przypadającego na 1 akcję. Jego interpretacja jest następująca: wskazuje, jaka jest cena (na rynku) jednostki zysku netto spółki. Im niższa wartość tego wskaźnika, tym bardziej atrakcyjna jest dla inwestora akcja. Mówi się wtedy, że akcje są „tanie”. Jednak należy zachować ostrożność w podejmowaniu decyzji tylko i wyłącznie na podstawie tego wskaźnika;
- ➔ **stopa dywidendy** (*Dividend Yield*) – iloraz dywidendy przypadającej na 1 akcję i ceny rynkowej akcji. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym większy dochód z zainwestowanego kapitału obecnie uzyskuje akcjonariusz. Zbyt duża wartość tego wskaźnika może oznaczać jednak „przejadanie” zysków i ograniczanie możliwości inwestycyjnych spółki;
- ➔ **wskaźnik cena/wartość księgowa** (C/WK, P/BV, *Price – Book Value Ratio*) – iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej akcji. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym wyższa jest wartość akcji w stosunku do wartości księgowej odzwierciedlającej wartość majątku spółki. Zmniejszanie się wartości tego wskaźnika i zbliżanie się tej wartości do 1 jest często niepokojącym sygnałem;
- ➔ **wskaźnik wypłaty** – iloraz dywidendy przypadającej na 1 akcję i zysku netto przypadającego na 1 akcję. Wskazuje, jaka część zysku netto jest wypłacona w postaci dywidendy;
- ➔ **wskaźnik zatrzymania** – określany jako 1 minus wskaźnik wypłaty. Wskazuje, jaka część zysku netto jest zatrzymywana w spółce;
- ➔ **wskaźnik pokrycia** – odwrotność wskaźnika wypłaty. Wskazuje jakie jest pokrycie wypłacanej dywidendy w zysku netto.

Przykład 22.

Dane są następujące informacje dotyczące spółki akcyjnej:

Liczba akcji – 1 milion;

Wartość kapitału akcyjnego – 2 miliony zł;

Wartość aktywów – 20 milionów zł;

Wartość zobowiązań – 10 milionów zł;

Zysk netto – 4 miliony zł;

Dywidenda – 500 tysięcy zł;

Cena rynkowa akcji – 20 zł.

Na tej podstawie można wyznaczyć wartości wskaźników przedstawionych powyżej. Są one następujące:

Aktywa netto (aktywa minus zobowiązania): 10 milionów zł;

Wartość nominalna akcji: 2 zł;

Wartość księgowa jednej akcji: 10 zł;

Zysk netto na 1 akcję: 4 zł;

Dywidenda na 1 akcję: 0,50 zł;

Stopa dywidendy: 2,5%;

Wskaźnik C/Z = 5;

Wskaźnik C/WK = 2;

Wskaźnik wypłaty: 12,5%;

Wskaźnik zatrzymania = 87,5%;

Wskaźnik pokrycia: 8.

AKCJA – INNE CECHY CHARAKTERYSTYCZNE

AKCJE IMIENNE I NA OKAZICIELA

Biorąc pod uwagę formę akcji, możemy wyróżnić akcje imienne oraz akcje na okaziciela.

Różnica między nimi jest taka, że w celu przeniesienia własności akcji imiennej konieczne jest pisemne oświadczenie. Akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie są akcjami na okaziciela,

czyli takimi, w których przeniesienie własności odbywa się poprzez odpowiedni zapis w systemie ewidencyjnym po dokonaniu transakcji kupna/sprzedaży.

AKCJE ZWYKŁE I AKCJE UPRIWILEJOWANE

Przeprowadzone do tej pory rozważania dotyczyły akcji zwykłych. Oprócz nich mogą istnieć akcje uprzywilejowane. Uprzywilejowanie akcjonariusza, który posiada takie akcje, może dotyczyć trzech kwestii. Ze względu na uprzywilejowanie wyróżniamy:

- ➔ **akcje uprzywilejowane co do głosu** – posiadacz takiej akcji ma prawo do więcej niż jednego głosu na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy (w polskim prawie do dwóch głosów). Uprzywilejowanie co do prawa głosu nie występuje w **spółce publicznej**, czyli spółce, w której co najmniej jedna akcja istnieje w postaci zdematerializowanej na rachunku papierów wartościowych;
- ➔ **akcje uprzywilejowane co do dywidendy** – posiadacz takiej akcji ma prawo do stałej wielkości dywidendy;
- ➔ **akcje uprzywilejowane co do udziału w masie likwidacyjnej** – posiadacz takiej akcji ma pierwszeństwo (przed posiadaczami akcji zwykłych) do udziału w masie likwidacyjnej.

Czasem różne rodzaje uprzywilejowania mogą być łączone.

UMORZENIE AKCJI

Spółka akcyjna może umorzyć część akcji. Jednym ze sposobów jest nabycie przez spółkę własnych akcji.

Umorzenie akcji może być korzystne dla akcjonariuszy i atrakcyjne np. wtedy, gdy spółka wypłaca stosunkowo niską dywidendę przypadającą na 1 akcję. Może spowodować

korzystną zmianę niektórych wskaźników charakteryzujących akcję – w szczególności wzrasta zysk netto przypadający na 1 akcję (gdyż zmniejsza się liczba akcji).

SPLIT

Split (podział) akcji to operacja przeprowadzana przez spółkę akcyjną, polegająca na tym, że następuje obniżenie wartości nominalnej akcji przy zachowaniu tej samej wielkości kapitału akcyjnego. Odpowiednio obniża się wtedy wartość rynkowa akcji. Split często ma na celu zwiększenie płynności obrotu daną akcją.

Przykład 23.

Cena akcji pewnej spółki na giełdzie wynosi 400 zł. Wartość nominalna każdej akcji wynosi 10 zł. W sumie jest 1 milion akcji. Spółka dokonuje splitu, obniżając wartość nominalną do 1 zł. W ten sposób w efekcie tego na rynku jest 10 milionów akcji, każda o wartości nominalnej 1 zł, zaś wartość rynkowa akcji wynosi 40 zł.

PRAWO DO NOWYCH AKCJI

Prawo do nowych akcji (PDA) to instrument finansowy związany z akcją. Jego istnienie wynika z faktu, że w przypadku emisji akcji od dnia zapisania się inwestora na akcje do pierwszego notowania akcji na giełdzie upływa stosunkowo długi okres, gdyż wydanie akcji może nastąpić (zgodnie z prawem) po rejestracji podwyższenia kapitału akcyjnego przez sąd. W tym okresie inwestor nie może sprzedać akcji nowej emisji. Ponadto również w tym okresie nie ma możliwości zakupu tych akcji przez innego inwestora.

W wyniku zastosowania PDA inwestor otrzymuje tyle praw do akcji, ile zostało mu przydzielonych akcji. Prawem do akcji można obracać na giełdzie w okresie, w którym podwyższenie kapitału akcyjnego nie zostało jeszcze zarejestrowane.

Dzięki prawu do akcji uzyskuje się następujące korzyści:

- ➔ skraca się okres, w którym środki akcjonariusza są „zamrożone”;
- ➔ inwestor, któremu nie zostały przydzielone akcje, może nabyć prawa do akcji, w konsekwencji stając się posiadaczem akcji po zarejestrowaniu przez sąd podwyższenia kapitału.

EMISJA AKCJI

Z powstaniem spółki akcyjnej wiąże się tzw. pierwsza emisja akcji. Założenie spółki akcyjnej przedstawione zostało na przykładzie.

Przykład 24.

Osoby A, B, C i D chcą założyć spółkę akcyjną o kapitale 1 milion zł. Kapitał akcyjny dzieli się na 1 milion akcji o wartości nominalnej 1 zł każda.

W celu zawiązania spółki założyciele zwołują zebranie założycielskie. Osoba A obejmuje 400.000 akcji (40%), osoba B 300.000 akcji (30%), osoba C 200.000 akcji (20%), osoba D 100.000 akcji (10%).

Następnym krokiem jest rejestracja spółki. Dokonuje jej sąd. W zależności od tego, co postanowiono wcześniej, akcje muszą być albo opłacone przed zarejestrowaniem spółki w całości, albo w części. Ta część nie może być mniejsza niż 25% wartości nominalnej, jeśli wartość nominalna była równocześnie ceną emisyjną.

Jeżeli postanowiono, że cena emisyjna jest równa wartości nominalnej oraz postanowiono, że akcje mają być opłacone w całości, to osoba A powinna wpłacić 400 tys. zł, osoba B 300 tys. zł, osoba C 200 tys. zł, osoba D 100 tys. zł.

Statut spółki może także przewidywać, że akcje będą wydane po cenie wyższej od wartości nominalnej. Załóżmy, że postanowiono, iż cena emisyjna jednej akcji wyniesie 1,50 zł oraz akcjonariusze postanowili, że do objęcia akcji wystarczy opłacenie 25% ich wartości nominalnej. Wówczas każdy z akcjonariuszy musi wpłacić oczywiście 0,25 zł za każdą akcję (25% wartości nominalnej), jednakże nadwyżkę ceny emisyjnej ponad wartość nominalną (czyli 0,50 zł) musi wpłacić w całości.

Oznacza to, że poszczególni inwestorzy wpłacają:

- ➡ osoba A: 300 tys. zł (100 tys. zł za 25% wartości nominalnej 400.000 akcji plus nadwyżka 200 tys. zł);
- ➡ osoba B: 225 tys. zł (75 tys. zł za 25% wartości nominalnej 300.000 akcji plus nadwyżka 150 tys. zł);
- ➡ osoba C: 150 tys. zł (50 tys. zł za 25% wartości nominalnej 200.000 akcji plus nadwyżka 100 tys. zł);
- ➡ osoba D: 75 tys. zł (25 tys. zł za 25% wartości nominalnej 100.000 akcji plus nadwyżka 50 tys. zł).

Przy obejmowaniu akcji nie jest konieczne ich opłacenie gotówką. Można pokryć akcję w formie aportu, czyli wkładu rzeczowego.

Kapitał akcyjny jest sumą wartości nominalnej wszystkich akcji, czyli w naszym przykładzie wynosi 1 milion zł. Uzyskana nadwyżka ponad wartość nominalną (0,5 zł na jednej akcji) czyli 500 tys. zł jest częścią tzw. kapitału własnego, ale odrębną od kapitału akcyjnego.

RYNEK AKCJI W POLSCE

W Polsce istnieje duża liczba spółek akcyjnych. Zdecydowana większość spośród nich to spółki prywatne. W ich przypadku nie ma oferty publicznej sprzedaży akcji. Jednak spółka akcyjna może stać się spółką publiczną, tzn. jej akcje mogą być przedmiotem oferty publicznej. Obrót akcjami regulowany jest przez Kodeks spółek handlowych oraz przez trzy ustawy dotyczące rynku finansowego:

- ➔ Ustawę o obrocie instrumentami finansowymi;
- ➔ Ustawę o nadzorze nad rynkiem kapitałowym;
- ➔ Ustawę o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Jeśli spółka akcyjna chce stać się spółką publiczną, musi uzyskać zgodę organu nadzoru.

W Polsce takim organem jest **Komisja Nadzoru Finansowego**.

Spółka przedstawia w organie nadzoru dokument informacyjny (prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne). Po zatwierdzeniu tego dokumentu akcje spółki publicznej mogą znaleźć się w obrocie na rynku giełdowym, do czego wymagana jest zgoda Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Inną możliwością jest obrót pozagiełdowy.

„Jeśli spółka akcyjna chce stać się spółką publiczną, musi uzyskać zgodę organu nadzoru. W Polsce takim organem jest Komisja Nadzoru Finansowego.”

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie organizuje obrót instrumentami finansowymi oraz odpowiada za jego bezpieczeństwo, rozwój i promocję. GPW zapewnia:

- ➔ koncentrację podaży i popytu na instrumenty finansowe;
- ➔ bezpieczny i sprawny przebieg transakcji;
- ➔ upowszechnianie informacji o kursach i obrotach instrumentami finansowymi.

W dotychczasowej historii GPW w Warszawie rynek akcji cieszył się dużym zainteresowaniem. W celu notowania na GPW w Warszawie akcje spółek muszą być dopuszczone do obrotu giełdowego. Dokonuje tego Zarząd Giełdy. Jednocześnie spółki ubiegające się o dopuszczenie muszą mieć zgodę na ofertę publiczną akcji. Przy podejmowaniu decyzji o dopuszczeniu do obrotu giełdowego Zarząd Giełdy bierze pod uwagę sytuację finansową spółki, jej perspektywę rozwoju, kwalifikacje i doświadczenie zarządzających spółką oraz bezpieczeństwo obrotu giełdowego.

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie akcje ponad 377 spółek (stan na listopad 2009 r.) są notowane na dwóch rynkach. Są nimi:

- ➔ rynek podstawowy (przeważająca większość spółek);
- ➔ rynek równoległy (ponad 30 spółek).

Na **rynek podstawowy** kwalifikowane są akcje rynku publicznego, mające nieograniczoną zbywalność, spełniające kryteria odpowiedniej wartości i rozproszenia, których emitenci ogłaszali sprawozdania finansowe za ostatnie trzy lata.

Na **rynek równoległy** kwalifikowane są akcje rynku publicznego, mające nieograniczoną zbywalność, pod warunkiem że w stosunku do ich emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne.

Oprócz tradycyjnego rynku akcji, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie prowadzi alternatywny system obrotu akcji, zwany rynkiem **NewConnect**. W listopadzie 2009 r. na tym rynku notowanych było ponad 100 spółek. Jest to stosunkowo nowy rynek (działa od 30 sierpnia 2007 r.) przeznaczony dla młodych i niewielkich spółek o dużym potencjale wzrostu. Są to jednocześnie bardziej ryzykowne akcje.

SŁOWNICZEK

Akcja – udziałowy instrument finansowy, emitowany przez podmiot zwany spółką akcyjną; reprezentuje udział w kapitale zakładowym spółki akcyjnej

Akcja imienna – akcja, której właścicielem jest osoba wskazana w dokumencie akcji (w celu przeniesienia własności akcji imiennej konieczne jest pisemne oświadczenie właściciela)

Akcja na okaziciela – akcja, której właścicielem jest osoba będąca w posiadaniu dokumentu akcji (dane osobowe akcjonariusza nie są uwidocznione na dokumencie akcji, a przeniesienie własności odbywa się poprzez odpowiedni zapis w systemie ewidencyjnym po dokonaniu transakcji kupna – sprzedaży)

Akcja uprzywilejowana – akcja dająca posiadaczowi określone przywileje (niekoniecznie jednocześnie): prawo do więcej niż jednego głosu na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy (w polskim prawie do dwóch głosów) – akcje uprzywilejowane co do głosu, prawo do stałej wielkości dywidendy – akcje uprzywilejowane co do dywidendy, pierwszeństwo (przed posiadaczami akcji zwykłych) do udziału w masie likwidacyjnej – akcje uprzywilejowane co do udziału w masie likwidacyjnej

Akcjonariusz – nabywca akcji, współwłaściciel spółki akcyjnej

Dywidenda – część zysku netto spółki, którą WZA decyduje wypłacić akcjonariuszom

Dywidenda przypadająca na 1 akcję (DPS, Dividend Per Share) – iloraz dywidendy (czyli zysku do podziału) i liczby akcji

Euroobligacja – obligacja sprzedawana poza granicami kraju emitenta, denominowana w innej walucie

Kapitał akcyjny – część kapitału własnego spółki

Kurs obligacji – cena rynkowa obligacji podawana w określonych terminach, w procentach wartości nominalnej obligacji

NewConnect – alternatywny system obrotu akcji, prowadzony przez GPW, przeznaczony dla młodych i niewielkich spółek o dużym potencjale wzrostu

Obligacja – instrument finansowy (a jednocześnie również papier wartościowy), którego emitent jest dłużnikiem obligatariusza (posiadacza obligacji) i zobowiązuje się wobec niego do świadczenia, polegającego na wykupie obligacji oraz wypłacaniu odsetek (za wyjątkiem obligacji zerokuponowych)

Obligacja callable – obligacja dająca emitentowi prawo wcześniejszego jej wykupu

Obligacja dwuwalutowa – obligacja, w której wartość nominalna wyrażona jest w jednej walucie, a odsetki w innej

Obligacja indeksowana – obligacja o zmiennym oprocentowaniu, której oprocentowanie za dany okres zależy od stopy inflacji

Obligacja o stałym oprocentowaniu – obligacja, w której oprocentowanie jest stałe i znane

Obligacja o zmiennym oprocentowaniu – obligacja, w której oprocentowanie zmienia się w kolejnych terminach płatności odsetek

Obligacja putable – obligacja dająca obligatariuszowi prawo wezwania emitenta do wcześniejszego wykupu obligacji

Obligacja zabezpieczona hipotecznie – obligacja dająca obligatariuszowi prawo do uzyskania wpływów ze sprzedaży nieruchomości emitenta (stanowiącej zabezpieczenie obligacji) w przypadku niedotrzymania przez emitenta warunków wykupu obligacji

Obligacja zamienna – obligacja dająca obligatariuszowi prawo lub nakładająca na niego obowiązek zamiany obligacji na akcje emitenta obligacji z zachowaniem określonego współczynnika konwersji

Obligacja zerokuponowa – sprzedawana poniżej wartości nominalnej (z tzw. „dyskontem” stanowiącym zysk nabywcy obligacji), która nie wypłaca odsetek (kuponu) w trakcie swojego życia

Obligacje gminne (komunalne) – obligacje, których emitentami są gminy lub związki gmin

Obligacje przedsiębiorstw (korporacyjne) – obligacje, których emitentem są przedsiębiorstwa

Obligacje skarbowe – obligacje, których emitentem jest Skarb Państwa

Płynność obligacji – możliwość szybkiej sprzedaży obligacji po oczekiwanej cenie

Prawo do nowych akcji (PDA) – instrument finansowy związany z akcją, którym można obracać na giełdzie w okresie, w którym podwyższenie kapitału akcyjnego spółki nie zostało jeszcze zarejestrowane

Prawo poboru – prawo akcjonariusza do zakupu akcji nowej emisji po ustalonej cenie emisyjnej (każdej akcji notowanej na rynku odpowiada jedno prawo poboru)

Rada Nadzorcza – organ spółki, który na bieżąco nadzoruje pracę zarządu spółki

Rating obligacji – ocena tworzona przez wyspecjalizowane instytucje, zwane agencjami ratingowymi, polegająca na zakwalifikowaniu danej obligacji do klasy o ściśle zdefiniowanym poziomie ryzyka niedotrzymania warunków

Rynek podstawowy – rynek GPW, na który kwalifikowane są akcje rynku publicznego, mające nieograniczoną zbywalność, spełniające kryteria odpowiedniej wartości i rozproszenia, oraz których emitenci ogłaszali sprawozdania finansowe za ostatnie trzy lata

Rynek równoległy – rynek GPW, na który kwalifikowane są akcje rynku publicznego, mające nieograniczoną zbywalność, pod warunkiem, że w stosunku do ich emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne

Ryzyko ceny obligacji – ryzyko pojawiające się w momencie, gdy posiadacz obligacji zamierza sprzedać obligację przed terminem wykupu

Ryzyko niedotrzymania warunków – ryzyko pojawiające się wtedy, gdy jedna ze stron kontraktu nie spełnia warunków przewidzianych w kontrakcie, tzn. nie dokonuje płatności na rzecz drugiej strony

Ryzyko reinwestowania – ryzyko pojawiające się w przypadku obligacji wypłacającej odsetki (nie występuje w odniesieniu do obligacji zerokuponowych) związane z możliwą dochodowością za-inwestowania odsetek

Ryzyko stopy procentowej obligacji – ryzyko zmiany kursu obligacji na skutek zmiany stóp procentowych na rynku

Split (podział) akcji – operacja przeprowadzana przez spółkę akcyjną, polegająca na obniżeniu wartości nominalnej akcji przy zachowaniu tej samej wielkości kapitału akcyjnego

Sprawiedliwa wartości obligacji – cena, po której obligacja powinna być sprzedawana na rynku będącym w równowadze (rynku, który dysponuje wystarczającymi informacjami i działa racjonalnie)

Stopa dywidendy (Dividend Yield) – iloraz dywidendy przypadającej na 1 akcję i ceny rynkowej akcji

Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy (WZA) – podstawowy organ władzy w spółce akcyjnej reprezentujący właścicieli spółki

Wartość emisyjna – cena, po jakiej akcja sprzedawana jest na rynku pierwotnym

Wartość księgowa – wartość aktywów netto spółki przypadająca na jedną akcję

Wartość nominalna – wielkość kapitału akcyjnego przypadająca na jedną akcję

Wartość rynkowa – cena, po jakiej akcja jest obracana na rynku wtórnym (np. na giełdzie)

Wskaźnik cena – wartość księgowa (C/WK, P/BV, Price – Book Value Ratio) – iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej akcji

Wskaźnik cena – zysk (C/Z, P/E, Price – Earnings Ratio) – iloraz ceny rynkowej akcji i zysku netto przypadającego na 1 akcję

Wskaźnik pokrycia – odwrotność wskaźnika wypłaty. Wskazuje jakie jest pokrycie wypłacanej dywidendy w zysku netto

Wskaźnik wypłaty – iloraz dywidendy przypadającej na 1 akcję i zysku netto przypadającego na 1 akcję

Wskaźnik zatrzymania – wskaźnik określony jako dopełnienie wskaźnika wypłaty (1 minus wskaźnik wypłaty). Wskazuje jaka część zysku netto jest zatrzymana w spółce

Współczynnik konwersji – liczba akcji, którą otrzymuje obligatariusz przy zamianie posiadanych obligacji zamiennych na akcje

Zarząd Spółki – organ spółki, który zarządza jej bieżącą działalnością

Zysk przypadający na 1 akcję (EPS, Earnings Per Share) – iloraz zysku netto spółki oraz liczby akcji

Podejmowanie działań edukacyjnych w zakresie funkcjonowania rynku finansowego jest jednym z zadań ustawowych Komisji Nadzoru Finansowego.

Misja edukacyjna Komisji jest realizowana w ramach projektu Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego pod nazwą Centrum Edukacji dla Uczestników Rynku – CEDUR. Działania edukacyjne podejmowane w ramach CEDUR skierowane są do szerokiego grona odbiorców, zarówno profesjonalnych jak i nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego. Obejmują działalność konferencyjną i wydawniczą.

CEDUR wspiera również organizacyjnie i merytorycznie przedsięwzięcia akademickie, skierowane do środowisk studenckich o charakterze naukowym tematycznie związane z pogłębianiem wiedzy na temat rynku finansowego, a zwłaszcza – ochrony klienta usług finansowych. Współpracuje również ze środowiskiem nauczycielskim przy organizacji warsztatów poświęconych finansom pod kątem przygotowania poszerzonych zajęć szkolnych.

Inicjatywą skierowaną do studentów kierunków o profilu prawniczym lub ekonomicznym jest Konkurs na Pracę Magisterską i Doktorską o Nagrodę Przewodniczącego KNF.

Z myślą o młodzieży i wszystkich tych, którzy chcieliby coś wiedzieć o finansach, ale wstydzą się zapytać, powstała witryna tłumacząca podstawowe zagadnienia ze świata finansów www.manymany.info

Informacje na temat działalności w ramach Centrum Edukacji dla Uczestników Rynku, jak też zasady współdziałania przy organizacji konferencji naukowych i seminariów znajdują się na stronach www.knf.gov.pl, w dziale Edukacja – CEDUR.

Jeśli mają Państwo jakiegokolwiek pytania odnośnie działalności edukacyjnej Urzędu Komisji lub chcieliby Państwo nawiązać współpracę w powyższym zakresie, uprzejmie prosimy o kontakt:

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
Departament Edukacji
Pl. Powstańców Warszawy 1
00-950 Warszawa
tel. 22 262 4008
fax 22 262 4009
e-mail: cedur@knf.gov.pl



ISBN 978 – 83 – 924813 – 7-9