Anatomia Sukcesu

Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego

Komisja Nadzoru Finansowego

Krzysztof Jajuga

Ogólne zasady inwestowania

FERK
FUNDACJA EDUKACJI RYNKU KAPITAŁOWEGO

Anatomia sukcesu
Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego

prof. dr hab. Krzysztof Jajuga

Ogólne zasady inwestowania

Warszawa 2006

Komisja Nadzoru Finansowego

FERK FUNDACJA EDUKACJI RYNKU KAPITAŁOWEGO

Wydawca:
Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego
ul. Książęca 4, 00-498 Warszawa
www.ferk.pl

Tekst broszury udostępniła Komisja Nadzoru Finansowego
© Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2006

Wydanie II uaktualnione, Warszawa, listopad 2006
Wydanie I ukazało się w 1997 roku

ISBN 83-89465-15-9

Opracowanie graficzne: Studio Reklamy „poPROstu"
87-100 Toruń, ul. Rybaki 40a, tel. 56 654 00 57

Spis treści

1. Strategie inwestowania. Wprowadzenie 5
Różne strategie inwestowania 5
Czynniki wpływające na wybór strategii 5
2. Analiza fundamentalna 6
Istota analizy fundamentalnej 6
Etapy analizy fundamentalnej 6
Analiza makroekonomiczna 6
Analiza sektorowa 7
Analiza sytuacyjna spółki 7
Analiza finansowa spółki (wskaźnikowa) 8
Wycena akcji spółki 10
3. Analiza techniczna 11
4. Zachowania inwestorów na rynku 13
5. Ocena ryzyka inwestycyjnego 15
Ryzyko inwestycyjne 15
Rodzaje ryzyka inwestycyjnego 16
Premia za ryzyko 17
Stosunek inwestora do ryzyka 18
Czynniki wpływające na ryzyko inwestycyjne 18
Ocena ryzyka 19
6. Zarządzanie ryzykiem inwestycji 22
Tworzenie portfela inwestycji 22
Rodzaje dywersyfikacji 22
Dywersyfikacja z uwzględnieniem korelacji stóp zwrotu 22
Dywersyfikacja prosta 23
Dywersyfikacja międzysektorowa 24
Dywersyfikacja ze względu na wielkość 24
Dywersyfikacja międzynarodowa 24
Tworzenie portfela akcji i obligacji 25
Zastosowanie instrumentów pochodnych w zmniejszaniu ryzyka inwestycji 26
Zabezpieczanie przed spadkiem kursów akcji pojedynczych spółek za pomocą instrumentów pochodnych 27
Zabezpieczanie przed spadkiem kursów akcji portfela spółek za pomocą instrumentów pochodnych 28
Podstawowa zasada w inwestowaniu 28
7. Wybór sposobu zarządzania 29
Zarządzanie indywidualne 29
Zarządzanie wspomagane 29
Zarządzanie na zlecenie 29
Inwestowanie zbiorowe 30

1

Strategie inwestowania. Wprowadzenie

→ RÓŻNE STRATEGIE INWESTOWANIA

Inwestowanie w instrumenty finansowe wymaga dużej wiedzy i umiejętności. Zdarzają się, co prawda, sporadyczne sytuacje uzyskiwania dużych dochodów przez początkujących inwestorów, a także przez inwestorów kierujących się w inwestowaniu intuicją, jednak zdecydowanie częściej mamy do czynienia z sytuacją, w której brak wiedzy o metodach i zasadach inwestowania prowadzi do strat. Trzeba również dodać, iż inwestowanie w sposób profesjonalny jest trudne, ale też nie jest stuprocentową gwarancją sukcesu.

Istnieje wiele strategii inwestowania w instrumenty finansowe. Ponieważ dotyczą one zwłaszcza inwestowania w akcje, na ich przykładzie omówimy podstawowe strategie.

Historycznie dwie najstarsze strategie inwestowania w akcje to:

- analiza fundamentalna,
- analiza techniczna.

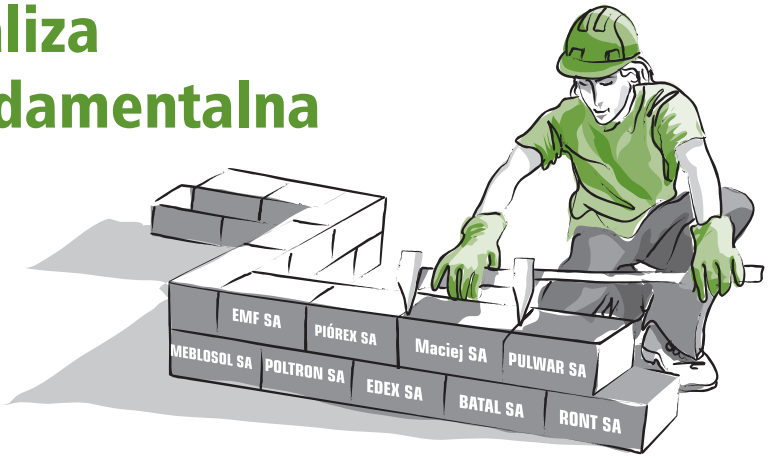
Istnieją jeszcze inne strategie, na przykład często stosowana przez profesjonalnych inwestorów analiza portfelowa.

→ CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA WYBÓR STRATEGII

Wybór odpowiedniej strategii zależy od wielu czynników, do najważniejszych należą:

- **horyzont inwestycyjny**, tzn. długość okresu, na jaki dokonuje się inwestycji; Im krótszy okres inwestycyjny, tym większe znaczenie mają strategie mające u podstaw ceny instrumentów finansowych oraz obserwację zachowań inwestorów na rynku. Z kolei im dłuższy horyzont inwestycyjny, tym większe znaczenie mają strategie wykorzystujące informacje gospodarcze i bardziej zaawansowane metody matematyczne.
- **poziom rozwoju rynku, na którym inwestuje się**;
  Im wyższy jest ten poziom, tym większe znaczenie mają bardziej zaawansowane strategie.
- **poziom wiedzy inwestora**;
  Inwestor nie powinien stosować strategii, których do końca nie rozumie.
- **zasób informacji, którymi dysponuje inwestor**.
  Brak pewnych informacji uniemożliwia stosowanie niektórych strategii.

2 Analiza fundamentalna



→ ISTOTA ANALIZY FUNDAMENTALNEJ

Analiza fundamentalna znana jest inwestorom już od ponad siedemdziesięciu lat. W zasadzie stosowana jest przy inwestycjach długoterminowych, na przykład kilkuletnich. Jej nazwa wskazuje, że opiera się na fundamentach, czyli podstawach. Tymi fundamentami są kondycja gospodarki oraz kondycja emitenta akcji (lub innego instrumentu finansowego), w którą zamierza się zainwestować. Uważa się, że im lepsza jest kondycja finansowa emitenta, tym wyższa jest wartość akcji i tym bardziej jest ona atrakcyjna dla inwestora.

Podstawowe informacje wykorzystywane w analizie fundamentalnej są to informacje o gospodarce i jej otoczeniu oraz wszelkie informacje (w tym finansowe) o spółkach.

→ ETAPY ANALIZY FUNDAMENTALNEJ

W praktyce zastosowanie analizy fundamentalnej przebiega w kilku etapach, którymi są:

- analiza makroekonomiczna,
- analiza sektorowa,
- analiza sytuacyjna spółki,
- analiza finansowa spółki,
- wycena akcji spółki.

ANALIZA MAKROEKONOMICZNA

Analiza makroekonomiczna polega na ogólnej ocenie atrakcyjności inwestowania na danym rynku finansowym (przede wszystkim na rynku akcji).

Ta atrakcyjność inwestowania zależy od sytuacji gospodarczej, politycznej i społecznej, prowadzonej polityki gospodarczej i od ryzyka inwestycyjnego danego kraju.

W analizie makroekonomicznej wykorzystywane są charakterystyki makroekonomiczne, które generują pozytywne lub negatywne sygnały dla inwestora, zamierzającego dokonać zakupu akcji.

Przykładowymi **pozytywnymi sygnałami dla inwestora są**:
- większe niż oczekiwane tempo wzrostu PKB,
- spadek stopy inflacji,
- spadek deficytu budżetowego,
- spadek długu publicznego,
- wzrost dodatniego salda bilansu handlowego,
- wzrost dodatniego salda bilansu płatniczego,
- spadek stopy bezrobocia,
- obniżenie stóp procentowych przez bank centralny,
- obniżenie stóp podatkowych,
- zmniejszenie udziału polityków w decyzjach gospodarczych,
- spadek roli związków zawodowych,
- spadek znaczenia populistycznych partii politycznych,
- uchwalenie aktów prawnych powodujących większą elastyczność rynku pracy.

Z kolei **negatywne sygnały dla inwestora** są dokładnie odwrotne, a więc mniejsze niż oczekiwane tempo wzrostu PKB, wzrost stopy inflacji itd. Ważne jest, aby inwestor nie podejmował decyzji jedynie na podstawie pojedynczych sygnałów.

ANALIZA SEKTOROWA

Analiza sektorowa polega na ocenie atrakcyjności inwestycyjnej spółek (przynajmniej większości) należących do danego sektora.

Pod uwagę bierze się przede wszystkim efektywność i poziom ryzyka danego sektora. Bardzo ważną charakterystyką jest też wrażliwość sektora na koniunkturę gospodarczą – w przypadku spadku koniunktury inwestor nie powinien inwestować w sektory wrażliwe na zmiany koniunkturalne, takie jak na przykład sektor zaawansowanych technologii, czy też sektor budowlany.

ANALIZA SYTUACYJNA SPÓŁKI

Analiza sytuacyjna spółki dotyczy konkretnej rozważanej spółki, przy czym pod uwagę bierze się tu przede wszystkim kryteria niezwiązane bezpośrednio z finansami spółki.

Ocenie zazwyczaj powinny podlegać następujące obszary (rozważania prowadzone są dla spółki prowadzącej działalność produkcyjną, a przy każdym obszarze wskazane są pozytywne sygnały).

1. Specyfika produktu:
   - młody wiek produktu, duże zróżnicowanie oferowanych produktów, mała zależność produktów od czynników, na które spółka nie ma wpływu, niewielka możliwość pojawienia się substytucyjnego produktu.
2. Specyfika rynku:
   - wysokie bariery wejścia na rynek, na którym spółka się znajduje, niska konkurencja na tym rynku, duża względna wielkość spółki na rynku.
3. Dostawcy na rynku:
   - mała siła oddziaływania dostawców surowców i materiałów na spółkę.
4. Nabywcy na rynku:
   - mała siła oddziaływania nabywców produktów na spółkę.
5. Otoczenie zagraniczne rynku:
   - stabilność gospodarcza i polityczna w krajach, do których spółka eksportuje, mała zmienność cen produktu na rynkach światowych, mała zmienność kursów walutowych.
6. Technologia stosowana przez spółkę:
   - duża nowoczesność technologii stosowanych przez spółkę, niska zastępowalność technologii stosowanych przez spółkę.
7. Ludzie – pracownicy spółki:
   - wysokie kwalifikacje zatrudnionych w spółce, powiązanie wynagrodzeń z efektami pracy, wspieranie kształcenia pracowników zatrudnionych w spółce, pozytywne nastawienie pracowników do rozwoju spółki.
8. Zarządzanie spółką:
   - wiedza, doświadczenie i umiejętności zarządzających spółką, dobra strategia rozwoju spółki.

ANALIZA FINANSOWA SPÓŁKI (WSKAŹNIKOWA)

Analiza finansowa spółki również dotyczy konkretnej rozważanej spółki, z tym, że pod uwagę bierze się tu kondycję finansową tej spółki.

Istnieją dwa podstawowe źródła informacji o finansach spółki:
- sprawozdanie finansowe spółki,
- inne informacje finansowe, przede wszystkim informacje dostępne na rynku kapitałowym.

W skład sprawozdania finansowego wchodzą:
- bilans,
- rachunek zysków i strat,

- sprawozdanie z przepływów pieniężnych,
- zestawienie zmian w kapitale własnym,
- informacja dodatkowa.

Bilans jest elementem sprawozdania finansowego sporządzonym na określony dzień (najczęściej jest to 31 grudnia) informującym, jakie są aktywa (majątek) emitenta i jakie są źródła finansowania tych aktywów (kapitał własny, kapitał obcy).

Rachunek zysków i strat jest to zestawienie, które prowadzi do określenia wyniku finansowego. Wynikiem finansowym może być zysk lub strata. Wynik finansowy powstaje poprzez porównanie przychodów z działalności spółki z kosztami tej działalności w pewnym okresie (jest nim na przykład miesiąc, kwartał, rok).

Sprawozdanie z przepływów pieniężnych jest elementem sprawozdania finansowego, które informuje, jakie były źródła i wykorzystanie przepływów pieniężnych otrzymywanych i płaconych przez spółkę. Z punktu widzenia inwestora jest to bardzo ważny element sprawozdania finansowego, gdyż przedstawia przepływy pieniężne, które występowały w spółce w rozpatrywanym okresie.

Zestawienie zmian w kapitale własnym zawiera informacje o zmianach poszczególnych składników kapitału własnego, wskazując stan na początku okresu, zmiany z podziałem na przyczyny oraz stan na koniec okresu.

Analiza finansowa (nazywana także **analizą wskaźnikową**) często przeprowadzana jest za pomocą zestawu wskaźników, tj.:

- wskaźników płynności,
- wskaźników zadłużenia,
- wskaźników aktywności,
- wskaźników zyskowności,
- wskaźników rynkowych.

Wskaźniki płynności określają zdolność spółki do wywiązywania się z bieżących zobowiązań.

Wskaźniki zadłużenia analizują zadłużenie długoterminowe spółki, a ściślej: w jakim stopniu spółka jest zadłużona oraz jaką spółka ma zdolność do obsługi tego zadłużenia.

Wskaźniki aktywności oceniają działalność spółki w zakresie wykorzystania aktywów.

Wskaźniki rentowności informują, na ile rentowna jest spółka, tzn. jaka jest relacja zysku osiąganego przez tę spółkę do innych charakterystyk działalności spółki.

Wskaźniki rynkowe wiążą cenę akcji na rynku, czyli podstawową informację z rynku kapitałowego, z wielkościami charakteryzującymi wyniki finansowe spółki. Jednym z najpopularniejszych wskaźników rynkowych jest wskaźnik cena do zysku (C/Z), będący ilorazem ceny akcji i zysku netto przypadającego na jedną akcję. Niska wartość tego wskaźnika jest często sygnałem, iż cena akcji w stosunku do zysku netto generowanego przez spółkę jest niska, a zatem sugeruje zakup akcji.

Jakkolwiek konstrukcja wykorzystywanych wskaźników jest prosta, to prawidłowe ich zastosowanie i interpretacja wymaga dużego doświadczenia, dlatego początkującego inwestora należy tu odesłać do fachowych analiz publikowanych w specjalistycznych publikacjach finansowych. Dobrze jest przy tym korzystać z kilku specjalistycznych analiz i porównać je.

WYCENA AKCJI SPÓŁKI

Ostatnim etapem analizy fundamentalnej jest **wycena akcji spółki**, która polega na określeniu wartości akcji spółki, odzwierciedlającej jakość tej spółki. Można powiedzieć, że jest to sprawiedliwa cena, jaką na prawidłowo funkcjonującym rynku powinna osiągnąć akcja analizowanej spółki.

W konkluzji należy stwierdzić, że analiza fundamentalna:

- pozwala na wybór spółki,
- wspomaga długoterminowe decyzje inwestora,
- wymaga dużej wiedzy z zakresu ekonomii i finansów i umiejętności analizowania różnorodnych informacji,
- wymaga dostępu do wielu różnych źródeł informacji,
- jej przydatność rośnie w miarę rozwoju rynku.

Analiza techniczna

3

Analiza techniczna jest znana co najmniej od ponad stu lat. Jest to najprostsza grupa metod, zaliczanych do bardziej ogólnej grupy metod analizy kursów akcji.

Metody analizy technicznej są popularne wśród inwestorów, w tym wśród inwestorów indywidualnych działających na wschodzących rynkach. Zwolennicy analizy technicznej wychodzą z założenia, że o cenie decyduje popyt i podaż, a inwestor poprzez umiejętne dokonywanie transakcji kupna i sprzedaży może osiągnąć ponadprzeciętny dochód, który wynika z różnicy cen akcji. Przy tym w tych dokonywanych transakcjach nie ma znaczenia, czy spółka emitująca dane akcje jest w dobrej kondycji, czy rokuje dobre perspektywy rozwoju, czy też ma słabszą kondycję finansową.

Analiza techniczna jest stosowana raczej przy krótkoterminowym podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, czyli wtedy, gdy horyzont danej decyzji jest co najwyżej kilkumiesięczny, a częściej znacznie krótszy.

Dwa podstawowe założenia analizy technicznej są następujące:

1. Bieżąca cena odzwierciedla wszystkie czynniki mogące wpływać na cenę, dlatego wystarczy analizować tylko ceny, zawierające skutki działania czynników, a nie przyczyny.
2. Na rynku występują pewne wzory zachowań, które można zidentyfikować narzędziami analizy technicznej i które powtarzają się w różnych okresach.

Podstawowe informacje wykorzystywane w analizie technicznej to obecne i przeszłe ceny instrumentów finansowych oraz wielkości obrotów tymi instrumentami.

Analiza techniczna wykorzystuje dwa rodzaje narzędzi:

- formacje techniczne (określane na podstawie wykresów kursów akcji w przeszłości),
- wskaźniki techniczne.

Zwolennicy analizy technicznej uważają, że na wykresach kursów akcji w przeszłości można zidentyfikować pewne graficzne „wzorce", według których kształtowały się kursy akcji w przeszłości. **Formacje techniczne** są to właśnie takie „wzorce". Zwolennicy analizy technicznej twierdzą też, że te formacje mają tendencje do powtarzania się, dlatego identyfikacja właściwej formacji w trak-

cie jej trwania umożliwia określenie kierunku zmian kursu akcji w najbliższej przyszłości.

Podstawowa idea stosowania formacji technicznych wiąże się z pojęciem **trendu**, czyli pewną regularną tendencją, według której kształtują się ceny akcji na rynku.

Analiza techniczna wyróżnia trzy podstawowe rodzaje trendów, w których nazwy informują o charakterze tendencji (wzrostowa, spadkowa, stała):
- trend wzrostowy,
- trend spadkowy,
- trend horyzontalny.

Zasady podejmowania decyzji przez inwestora na podstawie trendów są dość naturalne:
- inwestor kupuje, jeśli jest trend wzrostowy,
- inwestor sprzedaje, jeśli jest trend spadkowy,
- inwestor czeka z podjęciem decyzji, jeśli jest trend horyzontalny.

Drugi podstawowy rodzaj narzędzi stosowanych przez analizę techniczną to **wskaźniki techniczne**. Są to z reguły wskaźniki o prostej konstrukcji, które w sposób syntetyczny charakteryzują stan rynku akcji. Dzięki temu możliwa jest diagnoza rynku akcji oraz prognoza najbliższych zachowań tego rynku. W konstrukcji wskaźników wykorzystywane są kursy akcji oraz informacje o obrotach akcjami.

Wskaźniki techniczne stosowane są między innymi w celu potwierdzenia sygnałów generowanych przez formacje techniczne. Zwolennicy analizy technicznej do podejmowania decyzji na podstawie generowanych sygnałów stosują często łącznie formacje techniczne i wskaźniki techniczne. Nie powinno się polegać tylko na jednym wskaźniku, lecz korzystać z co najmniej kilku i podejmować decyzje wtedy, gdy przeważająca większość z nich prowadzi do tych samych konkluzji. Należy również pamiętać, że nie ma uniwersalnych wskaźników, które sprawdzają się na wszystkich rynkach.

W konkluzji należy stwierdzić, że analiza techniczna:
- pozwala przede wszystkim na wybór momentu zawarcia transakcji dotyczącej danej spółki,
- wspomaga głównie krótkoterminowe, a co najwyżej średnioterminowe decyzje inwestora,
- często istotną rolę odgrywa w niej szybkość podejmowania decyzji i moment zawierania transakcji,
- wymaga dostępu jedynie do kursów akcji i związanych z nimi informacji dotyczących obrotów i składanych zleceń,
- jej przydatność jest z reguły coraz niższa w miarę rozwoju rynku.

Zachowania inwestorów na rynku

4

W inwestowaniu na rynku instrumentów finansowych, zwłaszcza na rynku akcji, pomocna może być również obserwacja zachowań innych inwestorów. Jest to przydatne zwłaszcza wtedy, gdy występują zachowania „stadne", przede wszystkim w dwóch okresach:

- euforii na rynku kapitałowym, gdy obserwuje się „masowe kupowanie" akcji większości spółek;
- paniki na rynku kapitałowym, gdy obserwuje się „masowe sprzedawanie" akcji większości spółek.

W okresach przełomowych sukcesy odnoszą głównie ci inwestorzy, którzy nie ulegają krótkookresowym nastrojom rynku i postępują racjonalnie według ustalonych zasad. Warto zatem rozumieć zachowania inwestorów na rynku, gdyż można uniknąć podstawowych błędów w podejmowaniu decyzji, wynikających z braku racjonalności i kierowania się jedynie emocjami. Można również zidentyfikować elementy zachowań stadnych, co pozwoli na nieuleganie nastrojom rynku.

Niektóre podstawowe błędy, mające podłoże psychologiczne, popełniane przez inwestorów, są następujące:

- nadmierna pewność wynikająca z przesadnego zaufania do własnych umiejętności – występuje zwłaszcza po osiągnięciu sukcesu w inwestycji, który to sukces przypisuje się własnym umiejętnościom, nie zaś sprzyjającej sytuacji rynkowej, w efekcie często inwestor podejmuje decyzje bez przygotowania i dostatecznej analizy i ignoruje własne pomyłki;
- nierealistyczny optymizm – polega na przywiązywaniu dużej wagi do optymistycznych informacji, zwłaszcza tych, które uzasadniają podejmowaną przez inwestora decyzję, oraz nieprzywiązywaniu wagi do pesymistycznych informacji, zwłaszcza tych, które zaprzeczają zasadności podejmowanej przez inwestora decyzji;

- stawianie na trend – polega na przekonaniu, że trwający trend kursów akcji, niezależnie czy jest to trend wzrostowy, czy spadkowy, będzie trwał;
- myślenie typu potwierdzającego – polega na tym, że inwestorzy mają skłonność do wykorzystywania tych informacji, które potwierdzają pewną znaną regułę, zaś odrzucają informacje zaprzeczające tej regule;
- nadmierny konserwatyzm ocen – polega na zbytnim przywiązaniu inwestora do dotychczas stosowanych zasad, które na zmieniającym się rynku mogą być już nieaktualne.

Inwestor powinien mieć świadomość występowania wymienionych podstawowych błędów.

Każdemu inwestorowi należy zalecić obserwowanie rynku, kierowanie się sprawdzonymi metodami, wykorzystywanie różnorodnych informacji, ograniczanie emocji i nieuleganie zachowaniom „stadnym".

W konkluzji należy stwierdzić, że analiza zachowań na rynku:

- wspomaga podejmowanie konkretnych decyzji dotyczących różnych spółek;
- wspomaga decyzje inwestora o różnym horyzoncie czasowym;
- wymaga umiejętności racjonalnego analizowania każdej decyzji;
- jest przydatna przede wszystkim w przypadku dużej niestabilności rynku.

5 Ocena ryzyka inwestycyjnego

→ RYZYKO INWESTYCYJNE

Jedną z podstawowych charakterystyk każdej inwestycji jest dochód. Podstawową miarą dochodu jest **stopa dochodu**, zwana również **stopą zwrotu**.

Stopa dochodu jest zazwyczaj podawana w skali rocznej, zaś dotyczyć może dowolnego okresu inwestowania.

Najprostszym sposobem wyznaczania stopy dochodu jest zastosowanie koncepcji **prostej stopy dochodu**. Wyznacza się ją za pomocą następującego wzoru:

$$r = \frac{1}{n}\frac{FV - PV}{PV} \qquad (1)$$

gdzie:
r – stopa dochodu inwestycji,
FV – wartość końcowa inwestycji,
PV – wartość początkowa inwestycji,
n – liczba lat trwania inwestycji.

W powyższym wzorze w przypadku większości inwestycji nie jest znana wartość końcowa inwestycji. Inwestor przed podjęciem decyzji o inwestowaniu powinien przynajmniej w przybliżeniu określić tę wartość. W przypadku inwestycji w instrumenty finansowe nie jest to zbyt proste.

Należy zwrócić uwagę, iż inwestowanie w instrumenty finansowe jest złożonym procesem. W tym inwestowaniu należy przestrzegać pewnych zasad, pamiętając, że rynek instrumentów finansowych nie jest kasynem. Dlatego należy oceniać ryzyko inwestycji, o czym traktują dalsze rozważania. Należy starać się korzystać ze wszystkich dostępnych informacji, zasięgać niezależnych opinii. Na początku należy inwestować ostrożnie. Dobrze jest również na samym początku przez jakiś okres inwestować „na sucho", na papierze i sprawdzać, jakie to daje wyniki.
Ważnym czynnikiem, który należy wziąć pod uwagę przy inwestowaniu na rynku instrumentów finansowych, a zwłaszcza na rynku kapitałowym, jest **ryzyko**.

Ryzyko to druga podstawowa charakterystyka inwestycji. W bardzo ogólny i prosty sposób ryzyko inwestycji może być określone następująco:

Ryzyko oznacza możliwość zrealizowania stopy dochodu inwestycji różniącej się od stopy dochodu, której spodziewa się inwestor.

W tym określeniu ryzyka występują dwie strony ryzyka:
- negatywna, gdy zrealizowana stopa dochodu jest niższa niż spodziewana stopa dochodu;
- pozytywna, gdy zrealizowana stopa dochodu jest wyższa niż spodziewana stopa dochodu.

Jeśli inwestor oszacował spodziewaną stopę dochodu inwestycji na poziomie 15%, a osiągnie stopę dochodu 6% (lub nawet poniesie stratę), mówimy o negatywnej stronie działania ryzyka. Jednak, jeśli ten sam inwestor osiągnie z tej inwestycji stopę dochodu równą 40%, wówczas wystąpi efekt pozytywny ryzyka.

Takie dwustronne traktowanie ryzyka czasem jest bardzo wskazane, gdyż osiąganie w pewnym okresie stóp dochodu systematycznie przekraczających spodziewaną stopę dochodu może być również sygnałem zwiększonego ryzyka.

→ RODZAJE RYZYKA INWESTYCYJNEGO

Zazwyczaj jednak w takiej sytuacji inwestor, zadowolony z sukcesów, „traci czujność", co może skończyć się dużymi stratami.
Istnieją różne rodzaje ryzyka inwestycji, wynikające z różnych źródeł (przyczyn) tego ryzyka.

NAJWAŻNIEJSZE RODZAJE RYZYKA

Ryzyko stopy procentowej
Pojawia się wtedy, gdy zachodzą zmiany stóp procentowych na rynku, zaś inwestycja charakteryzuje się stałym dochodem. Oznacza to, iż w sytuacji rosnących stóp procentowych na rynku inwestycja o stałym dochodzie staje się mniej atrakcyjna. Oczywiście, odwrotna sytuacja jest przy malejących stopach procentowych.

Ryzyko kursu walutowego
Pojawia się wtedy, gdy inwestycja dokonywana jest w walucie zagranicznej. Wtedy stopa dochodu z inwestycji zależy również od zmian kursu walutowego. Korzystne jest osłabianie się waluty krajowej względem waluty zagranicznej.

Ryzyko cen akcji na rynku kapitałowym
Pojawia się wtedy, gdy przedmiotem inwestycji są akcje lub inne instrumenty, których wartość może zależeć od cen akcji, na przykład jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne.

Ryzyko płynności
Pojawia się wtedy, gdy występują kłopoty ze sprzedażą instrumentu finansowego w krótkim okresie po oczekiwanej przez inwestora cenie.

Ryzyko niedotrzymania warunków
Pojawia się wtedy, gdy jedna ze stron kontraktu nie spełnia warunków przewidzianych w kontrakcie, tzn. nie dokonuje płatności na rzecz drugiej strony. Dotyczy to przede wszystkim części instrumentów dłużnych.

Ryzyko polityczne
Pojawia się, gdy jest możliwość uchwalenia ustaw wpływających na dochód z inwestycji finansowych.

Ryzyko biznesu
Pojawia się w wypadku zakupu instrumentów finansowych, dla których dochód zależy od wyników osiągniętych przez podmiot emitujący te instrumenty, np. źle zarządzana spółka nie uzyskuje dochodów, co spowoduje spadek cen akcji.

Należy pamiętać o następującej ważnej regule:
Im wyższe ryzyko inwestycji, tym wyższa powinna być stopa dochodu tej inwestycji.

→ PREMIA ZA RYZYKO

Zgodnie z powyższą regułą inwestycje o wyższym ryzyku powinny przynosić wyższą stopę dochodu. Wynika z tego, że za każdy dodatkowy rodzaj ryzyka, który ponosi inwestor, powinien on otrzymać dodatkową premię w postaci wyższej stopy dochodu.

Przykład

Rozpatrzymy dwie obligacje:

Obligacja A: emitent: Skarb Państwa, wartość nominalna 100, cena 100, termin wykupu za 3 lata, oprocentowanie 5%, odsetki płacone co roku. Stopa dochodu (spodziewana) tej obligacji wynosi 5%.

Obligacja B: emitent: spółka akcyjna, wartość nominalna 100, cena 100, termin wykupu za 3 lata, oprocentowanie 9%, odsetki płacone co roku. Stopa dochodu (spodziewana) tej obligacji wynosi 9%.

Obligacja B, wyemitowana przez spółkę akcyjną, posiada ryzyko niedotrzymania warunków, od którego wolna jest obligacja A, wyemitowana przez Skarb Państwa. Premia za ten rodzaj ryzyka wynosi 4%, o tyle jest właśnie wyższa stopa dochodu (a również oprocentowanie) obligacji B.

→ STOSUNEK INWESTORA DO RYZYKA

Jest to bardzo istotna cecha, która charakteryzuje każdego inwestora. Inwestorzy o dużej awersji (niechęci) do ryzyka preferują inwestycje w instrumenty o niewielkim ryzyku lub wolne od ryzyka, na przykład obligacje skarbowe. Z kolei, inwestorzy o małej awersji (niechęci) do ryzyka preferują inwestycje w instrumenty ryzykowne, na przykład akcje.

Poziom awersji do ryzyka zależy od wielu czynników właściwych dla inwestora, w szczególności jego wieku, sytuacji materialnej itp.

→ CZYNNIKI WPŁYWAJĄCE NA RYZYKO INWESTYCYJNE

Jest wiele czynników, od których zależy ryzyko inwestycyjne.

Do najważniejszych czynników należą:

1. Rodzaj instrumentu finansowego.

Podział instrumentów finansowych na cztery podstawowe grupy (depozyty oraz instrumenty rynku pieniężnego, obligacje, akcje, instrumenty pochodne) pozwala na uporządkowanie od instrumentów o najmniejszym ryzyku do instrumentów o największym ryzyku:

- instrumenty rynku pieniężnego i depozyty,
- obligacje,
- akcje,
- instrumenty pochodne (opcje i kontrakty terminowe).

2. Emitent instrumentu finansowego.

Instrumenty finansowe mogą być emitowane przez wiele podmiotów. Mówimy o ryzyku niedotrzymania warunków, które zależy od wiarygodności finansowej emitujących (lub wystawiających) te instrumenty. Emitentów można uporządkować od najbardziej wiarygodnych do najmniej wiarygodnych:

- skarb państwa i agendy rządowe;
- jednostki administracji państwowej (miasta, gminy, itp.);
- instytucje finansowe;
- przedsiębiorstwa.

Trzeba pamiętać, że od tej ogólnej zasady mogą być wyjątki.

3. Okres do wykupu instrumentu finansowego (dotyczy instrumentów dłużnych).

W przypadku dłużnych instrumentów finansowych, takich jak obligacje, zwykle instrumenty wyemitowane na dłuższy okres są obarczone większym ryzykiem niż instrumenty wyemitowane na krótszy okres.

→ OCENA RYZYKA

Ocena ryzyka jest bardzo istotna przy podejmowaniu decyzji o wyborze inwestycji. Jednocześnie jest to dość skomplikowane zadanie.

Jednym ze sposobów oceny ryzyka jest podanie kategorii ryzyka w odniesieniu do danej inwestycji, na przykład: bardzo wysokie ryzyko, wysokie ryzyko, średnie ryzyko, niskie ryzyko, bardzo niskie ryzyko, brak ryzyka.

Taka ocena stosowana jest przy niektórych rodzajach ryzyka, takich jak ryzyko niedotrzymania warunków lub ryzyko polityczne. Często zajmują się tym wyspecjalizowane instytucje, a informacje o kategoriach ryzyka dla poszczególnych instrumentów finansowych podawane są w specjalistycznych publikacjach.

Innym często stosowanym sposobem oceny ryzyka jest ocena ilościowa poprzez podanie konkretnych wartości, czyli miary ryzyka.

Stosowane są tu dwie reguły:

Im większa zmienność ceny lub stopy dochodu instrumentu finansowego, tym większe ryzyko inwestycji w ten instrument.

Im większa wrażliwość ceny lub stopy dochodu instrumentu finansowego na czynniki ryzyka, tym większe ryzyko inwestycji w ten instrument.

Pierwsza reguła może być zilustrowana poprzez analizę następującej tabeli.

Tabela 1. Stopy zwrotu (dochodu) akcji dwóch spółek osiągnięte w kolejnych miesiącach.

Miesiąc	Stopa zwrotu A	Stopa zwrotu B
1	18%	13%
2	33%	17%
3	–13%	16%
4	42%	15%
5	–40%	15%
6	50%	14%

Jeśli obliczymy średnią arytmetyczną stopę zwrotu obu inwestycji, wówczas otrzymujemy:

– w przypadku spółki A:

$$R_A = \frac{18\% + 33\% + (-13\%) + 42\% + (-40\%) + 50\%}{6} = 15\%$$

– w przypadku spółki B:

$$R_B = \frac{13\% + 17\% + 16\% + 15\% + 15\% + 14\%}{6} = 15\%$$

Wynika z tego, że przeciętny dochód z obu inwestycji jest ten sam. Jednak z analizy tabeli 1 wynika, że akcje spółki A charakteryzują się wyższym ryzykiem, gdyż zmienność stóp zwrotu (dochodu) w kolejnych miesiącach jest dużo większa niż w przypadku spółki B.
Z idei mierzenia ryzyka za pomocą zmienności stóp dochodu (ewentualnie zmienności cen) korzysta najpopularniejsza miara ryzyka (będąca jednocześnie miarą zmienności), zwana **odchyleniem standardowym stopy zwrotu**. Określona jest ona na podstawie odchyleń stóp zwrotu od przeciętnej stopy zwrotu, za pomocą następującego wzoru:

$$s=\sqrt{\frac{1}{n-1}[(R_1-R)^2+(R_2-R)^2+\ldots+(R_n-R)^2]} \qquad (2)$$

gdzie:
s – odchylenie standardowe stopy zwrotu,
R – przeciętna stopa zwrotu,
R_i – stopa zwrotu zrealizowana w i-tym okresie,
n – liczba danych z przeszłości, wziętych do oszacowania.

Jak widać ze wzoru (2), odchylenie standardowe stopy zwrotu ma u podstaw sumę kwadratów różnic między zrealizowanymi stopami zwrotu a przeciętną stopą zwrotu (oszacowaną na podstawie danych z przeszłości). Zauważmy, że te różnice świadczą o ryzyku – im są one większe, tym większe ryzyko. Nie ma przy tym znaczenia, czy dana różnica jest ujemna (tzn. zrealizowana stopa zwrotu jest niższa od przeciętnej) czy dodatnia (tzn. zrealizowana stopa zwrotu jest wyższa od przeciętnej).

Uproszczona interpretacja odchylenia standardowego stopy zwrotu jest następująca: wskazuje o ile średnio rzecz biorąc w typowych warunkach rynkowych zrealizowana stopa zwrotu może różnić się (w górę lub w dół) od przeciętnej stopy zwrotu.

Przykład

Jako ilustracyjny przykład przedstawimy ocenę ryzyka inwestycji, których stopy dochodu zawarte są w tabeli 1. Po zastosowaniu wzoru (2) otrzymujemy:

– dla akcji spółki A:

$$a_A=\sqrt{\frac{1}{6-1}[(0{,}18-0{,}15)^2+(0{,}33-0{,}15)^2+(-0{,}13-0{,}15)^2+(0{,}42-0{,}15)^2+(-0{,}4-0{,}15)^2+(0{,}5-0{,}15)^2]}=0{,}3492=34{,}92\%$$

– dla akcji spółki B:

$$a_B=\sqrt{\frac{1}{6-1}[(0{,}13-0{,}15)^2+(0{,}17-0{,}15)^2+(0{,}16-0{,}15)^2+(0{,}15-0{,}15)^2+(0{,}15-0{,}15)^2+(0{,}14-0{,}15)^2]}=0{,}0141=1{,}41\%$$

Z powyższych obliczeń wynika, że ryzyko inwestycji w akcje spółki A jest dużo wyższe dla inwestycji w akcje spółki B. W przypadku tej drugiej spółki, średnie odchylenie stóp zwrotu od oczekiwanej stopy zwrotu wynosi jedynie około 1,5%.

Druga spośród przedstawionych reguł wiąże ryzyko inwestycji z zależnością stopy zwrotu (dochodu) inwestycji z czynnikiem (lub czynnikami) wpływającym na tę stopę zwrotu. Im bardziej wrażliwa jest stopa dochodu na zmiany tego czynnika, tym większe ryzyko. Jest tak, gdyż tym bardziej zmienia się stopa zwrotu przy zmianach czynnika (lub czynników) wpływającego na tę stopę.

Przedstawiona reguła ma zastosowanie w przypadku innej miary ryzyka, mianowicie **współczynnika beta**. Współczynnik ten obliczany jest dla akcji.

Współczynnik beta określa zależność stopy zwrotu akcji od stopy zwrotu indeksu giełdowego (odzwierciedlającej przeciętną inwestycję na rynku akcji).

Wartości tego współczynnika są publikowane w specjalistycznych opracowaniach poświęconych rynkowi kapitałowemu. Interpretacja współczynnika beta jest następująca:

Współczynnik beta wskazuje, o ile jednostek (punktów procentowych) w przybliżeniu wzrośnie stopa zwrotu akcji, gdy stopa zwrotu indeksu giełdowego wzrośnie o jednostkę (jeden punkt procentowy).

Charakterystyczne wartości współczynnika beta

- Współczynnik beta większy od 1 oznacza, że stopa zwrotu akcji wzrasta (spada) o więcej niż wzrasta (spada) stopa zwrotu indeksu giełdowego. Świadczy to o silnej reakcji akcji na zmiany zachodzące na rynku akcji. Taka akcja nazywana jest agresywną. Zakup takiej akcji jest wskazany w okresie wzrostu stóp zwrotu akcji na giełdzie.
- Współczynnik beta większy od 0 lecz mniejszy od 1 oznacza, że stopa zwrotu akcji wzrasta (spada) o mniej niż wzrasta (spada) stopa zwrotu indeksu giełdowego. Świadczy to o słabej reakcji akcji na zmiany zachodzące na rynku. Taka akcja nazywana jest defensywną. W okresie spadku stóp zwrotu na rynku tracimy wtedy mniej posiadając takie akcje.
- Współczynnik beta równy 1 oznacza, że stopa zwrotu akcji wzrasta (spada) o tę samą wielkość co stopa zwrotu indeksu giełdowego. Jest to przeciętna reakcja akcji na zmiany zachodzące na rynku.
- Współczynnik beta równy 0 oznacza, że stopa zwrotu akcji nie zmienia się, gdy zmienia się stopa zwrotu indeksu giełdowego. Oznacza to brak reakcji akcji na zmiany zachodzące na rynku.
- Współczynnik beta ujemny oznacza, że stopa zwrotu akcji spada (rośnie), gdy rośnie (spada) stopa zwrotu indeksu giełdowego. Jest to odwrotna reakcja akcji na zmiany zachodzące na rynku.

6

Zarządzanie ryzykiem inwestycji

Inwestor często jest zainteresowany zarządzaniem ryzykiem inwestycji, a w szczególności zmniejszaniem ryzyka inwestycji. Jest wiele sposobów zmniejszania tego ryzyka. Niektóre z nich są stosunkowo proste. Na przykład w przypadku inwestycji w instrumenty dłużne podstawowymi sposobami zmniejszania ryzyka są:

- zakup instrumentów o niskim ryzyku niedotrzymania warunków, na przykład skarbowych,
- zakup instrumentów o niedługim terminie wykupu,
- zakup instrumentów o dużej płynności.

W zarządzaniu ryzykiem inwestycji dostępne są również bardziej złożone metody. Zaliczany do nich:

- tworzenie portfela inwestycji – jest to tzw. dywersyfikacja inwestycji;
- zastosowanie instrumentów pochodnych.

→ TWORZENIE PORTFELA INWESTYCJI

Ta strategia nazywana jest czasem ***analizą portfelową*** i jest stosowana przez wielu inwestorów na całym świecie. Polega na inwestowaniu w większą liczbę instrumentów finansowych, na przykład w akcje kilkunastu spółek. Nazywa się to dywersyfikacją.

Dywersyfikacja oznacza różnicowanie, wprowadzenie różnorodności.

W tym wypadku jest to wprowadzanie różnych spółek do portfela. Dzięki dywersyfikacji uzyskuje się możliwość zmniejszenia ryzyka inwestycji.

RODZAJE DYWERSYFIKACJI

DYWERSYFIKACJA Z UWZGLĘDNIENIEM KORELACJI STÓP ZWROTU

Najbardziej skuteczny rodzaj dywersyfikacji ma u podstaw poniższą regułę.

Ryzyko portfela inwestycji zależy nie tylko od ryzyka pojedynczych inwestycji wchodzących w skład portfela, ale również od stopnia powiązania stóp dochodu z tych inwestycji.

Stopień powiązania stóp dochodu z tych inwestycji mierzony jest za pomocą **współczynnika korelacji stóp zwrotu**. Nie wchodząc w szczegóły techniczne wyznaczania tego współczynnika warto jedynie wskazać, że:

- współczynnik ten zawiera się w przedziale [–1;1],
- wartość bezwzględna współczynnika korelacji stóp zwrotu wskazuje na siłę powiązania między stopami zwrotu akcji dwóch spółek – im wartość bezwzględna tego współczynnika jest bliższa jedności (tzn. sam współczynnik jest bliższy –1 lub 1), tym powiązanie między stopami zwrotu akcji dwóch spółek jest silniejsze;
- znak współczynnika korelacji stóp zwrotu wskazuje na kierunek powiązania między stopami zwrotu akcji dwóch spółek. Jeśli współczynnik ten jest dodatni, oznacza to dodatnią korelację – wtedy wzrostowi (spadkowi) stopy zwrotu akcji jednej spółki towarzyszy wzrost (spadek) stopy zwrotu akcji drugiej spółki. Jeśli współczynnik ten jest ujemny, oznacza to ujemną korelację – wtedy wzrostowi (spadkowi) stopy zwrotu akcji jednej spółki towarzyszy spadek (wzrost) stopy zwrotu akcji drugiej spółki.

Jeśli zatem inwestor chce tworzyć portfel o niskim ryzyku, powinien w składzie tego portfela uwzględnić spółki, dla których współczynnik korelacji stóp zwrotu jest ujemny lub przynajmniej ma niską wartość dodatnią. Ujemna wartość współczynnika korelacji stóp zwrotu powoduje, że w tym samym czasie występują spadki stóp zwrotu akcji jednej spółki i wzrosty stóp zwrotu akcji drugiej spółki. Oznacza to, że jeśli w portfelu są akcje obu spółek, to spadki stóp zwrotu jednej spółki (a więc niekorzystna dla inwestora sytuacja) rekompensowane są wzrostami stóp zwrotu drugiej spółki.

Niska dodatnia wartość współczynnika korelacji stóp zwrotu również może być korzystna dla zmniejszania ryzyka portfela. Oznacza to, że stopy zwrotu akcji są słabo powiązane, czyli spadkom stóp zwrotu akcji jednej spółki towarzyszą co najwyżej nieznaczne (jeśli w ogóle) spadki stóp zwrotu akcji drugiej spółki, czyli nie ma efektu „kumulacji ryzyka".

Przedstawiony rodzaj dywersyfikacji, zwany **dywersyfikacją z uwzględnieniem korelacji stóp zwrotu**, jest skuteczny, ale nie zawsze prosty do zastosowania dla początkującego inwestora, gdyż wymaga stosowania niełatwych wzorów matematycznych, posiadania wystarczającej liczby danych itp.

Inwestor, zwłaszcza początkujący, może także zastosuje inne rodzaje dywersyfikacji. Są one prostsze do praktycznego zastosowania, a czasem mogą być „dobrym przybliżeniem" dywersyfikacji z uwzględnieniem korelacji stóp zwrotu.

DYWERSYFIKACJA PROSTA

Dywersyfikacja prosta polega na dowolnym wyborze pewnej liczby spółek, przy czym udziały tych spółek w portfelu powinny być zbliżone.

Ma tu zastosowanie bardzo prosta zasada: jeśli w portfelu liczącym na przykład 25 spółek znajdzie się jedna spółka, na której stracimy, to strata dotyczy tylko 1/25 części portfela.

Przy stosowaniu tego rodzaju dywersyfikacji należy zalecić, aby wstępna lista spółek „kandydujących" do portfela nie zawierała spółek „złych", tzn. takich, które nie są rekomendowane do inwestowania. Dywersyfikacja prosta nie zawsze prowadzi do znacznej redukcji ryzyka, gdyż przypadkowy wybór spółek oznacza, że mogą się wśród nich znaleźć pary spółek o dużej korelacji dodatniej, co jest oczywiście mniej korzystne z punktu widzenia redukcji ryzyka portfela.

DYWERSYFIKACJA MIĘDZYSEKTOROWA

Dywersyfikacja międzysektorowa polega na wyborze do portfela spółek należących do różnych sektorów, na przykład po jednej spółce z każdego z dominujących sektorów, do których należą spółki notowane na giełdzie.

Zasada ta opiera się na przekonaniu (często potwierdzonym empirycznie), że różne sektory gospodarki są w różnym stopniu podatne na wahania koniunktury gospodarczej, a zatem pośrednio również na wahania cen na rynku kapitałowym. Na przykład budownictwo, przemysł ciężki są wrażliwe na wahania koniunkturalne, zaś rolnictwo, przemysł farmaceutyczny są mało wrażliwe na wahania koniunkturalne.

Oznacza to, że posiadając spółki należące do różnych sektorów zmniejszy się ryzyko portfela, jeśli to ryzyko ma u podłoża wahania koniunkturalne w gospodarce. Należy jednak pamiętać, że dotyczy to przede wszystkim tych rynków kapitałowych, na których duża część spółek jest notowana na giełdzie, gdyż wtedy jest duże powiązanie rynku kapitałowego z gospodarką.

DYWERSYFIKACJA ZE WZGLĘDU NA WIELKOŚĆ

Dywersyfikacja ze względu na wielkość polega na wyborze do portfela spółek różnej wielkości, przy czym wielkość rozumiana jest jako wartość rynkowa tych spółek.

Zasada ta opiera się na przekonaniu, że małe i duże spółki różnie reagują w przypadku wahań rynku. Oznacza to, że posiadając w portfelu małe i duże spółki można zmniejszyć ryzyko portfela wynikające z wahań na rynku. Należy jednak podkreślić, że nie można tej zasady stosować w sposób automatyczny, oczekując, że dowolny portfel zawierający małe i duże spółki przyniesie spodziewane efekty w postaci istotnej redukcji ryzyka.

DYWERSYFIKACJA MIĘDZYNARODOWA

Dywersyfikacja międzynarodowa polega na umieszczeniu w portfelu spółek z różnych krajów.

Inaczej ten rodzaj dywersyfikacji nazywa się dywersyfikacją geograficzną. Zasada ta opiera się na przekonaniu, że gospodarki różnych krajów nie są mocno powiązane ze sobą, przeto wśród spółek z różnych krajów można częściej zna-

leźć spółki o słabej (lub ujemnej) korelacji stóp zwrotu. Wpływa to korzystnie na redukcję ryzyka portfela.

We wszystkich powyżej opisanych rodzajach dywersyfikacji efektywna dywersyfikacja, tzn. taka, przy której korzyści są większe niż koszty, powinna być ograniczona do 20–25 spółek, będących składnikami portfela.

Pamiętajmy, że dywersyfikacja pozwala na ograniczenie ryzyka specyficznego, tzn. ryzyka związanego z inwestycjami w konkretne spółki. Niestety, dywersyfikacja nie jest w stanie zmniejszyć tzw. ryzyka systematycznego, tzn. ryzyka związanego z samym rynkiem akcji. W przypadku bessy na giełdzie, inwestycja w portfel zdywersyfikowany również może przynieść straty, choć są to niższe straty niż w przypadku inwestycji w pojedyncze spółki.

→ TWORZENIE PORTFELA AKCJI I OBLIGACJI

Bardzo dobrym sposobem zmniejszania ryzyka poprzez dywersyfikację jest **tworzenie portfela akcji i obligacji**, a więc takiego, w którego skład wchodzą jednocześnie akcje, a więc instrumenty finansowe charakteryzujące się dużym ryzykiem i obligacje skarbowe, a więc instrumenty o niewielkim ryzyku.

Uwzględnienie w tworzonym portfelu oprócz akcji również instrumentów finansowych o niewielkim ryzyku wpływa korzystnie na ryzyko portfela, które zawsze jest wtedy mniejsze. Dzieje się to czasem jednak kosztem spadku stopy zwrotu takiego portfela.

Pojawia się tutaj naturalne pytanie: w jaki sposób utworzyć portfel złożony z akcji oraz obligacji skarbowych wolnych od ryzyka, aby przy pewnej zadanej stopie zwrotu portfela, ryzyko tego portfela było najmniejsze?.

Odpowiedź na to pytanie nie jest prosta. Jednak doświadczenia wskazują, że z reguły dobre efekty przynosi połączenie obligacji skarbowych z bardzo dobrze zdywersyfikowanym portfelem akcji. Przykładem takiego portfela jest portfel o składzie zbliżonym do składu portfela indeksu giełdowego, opisującego zachowanie rynku (giełdy). Na polskim rynku kandydatem do roli takiego portfela byłby portfel, którego skład jest w miarę zbliżony do składu indeksu WIG (zawierający na przykład kilkanaście spółek o największym udziale w indeksie) lub indeksu WIG20.

Przy łączeniu portfela zawierającego obligacje skarbowe z portfelem akcji pozostaje do określenia skład tego portfela. Inwestor powinien uzależnić skład tego portfela od poziomu swojej skłonności do ryzyka. Im bardziej skłonny do ryzyka jest inwestor, tym większy jest udział akcji w portfelu. Jeśli inwestor chce ograniczyć ryzyko, nawet kosztem spadku stopy zwrotu, wówczas przeważającą część portfela powinny stanowić obligacje skarbowe.

→ ZASTOSOWANIE INSTRUMENTÓW POCHODNYCH W ZMNIEJSZANIU RYZYKA INWESTYCJI

Instrumenty pochodne, takie jak opcje i kontrakty terminowe, są to skuteczne narzędzia zmniejszania ryzyka inwestycji.

Szczególnie istotne jest to, iż instrumenty pochodne prowadzą do zmniejszenia ryzyka systematycznego, co nie jest możliwe w przypadku zastosowania strategii dywersyfikacji.

Należy jednak podkreślić i pamiętać, że stosowanie instrumentów pochodnych w zmniejszaniu ryzyka inwestycji wymaga sporej wiedzy i umiejętności.

Przypomnijmy:

Kontrakt terminowy jest to zobowiązanie dwóch stron do przeprowadzenia w przyszłości transakcji kupna / sprzedaży pewnej ilości instrumentu bazowego w ustalonym terminie po określonej cenie. W uproszczeniu można powiedzieć, iż zawarcie kontraktu terminowego oznacza ustalenie przez dwie strony ceny przyszłej transakcji dotyczącej instrumentu bazowego.

Opcja kupna jest to prawo kupna pewnej ilości instrumentu bazowego w ustalonym terminie po określonej cenie. Strona, będąca posiadaczem opcji, jest posiadaczem tego prawa, zaś druga strona, wystawca opcji, przyjmuje na siebie zobowiązanie sprzedaży instrumentu bazowego, w przypadku żądania wykonania prawa przez posiadacza opcji. W uproszczeniu można powiedzieć, że w ten sposób posiadacz opcji kupna ma zapewnioną cenę kupna instrumentu bazowego.

Opcja sprzedaży jest to prawo sprzedaży pewnej ilości instrumentu bazowego w ustalonym terminie po określonej cenie. Strona, będąca posiadaczem opcji, jest posiadaczem tego prawa, zaś druga strona, wystawca opcji, przyjmuje na siebie zobowiązanie kupna instrumentu bazowego, w przypadku żądania wykonania prawa przez posiadacza opcji. W uproszczeniu można powiedzieć, że w ten sposób posiadacz opcji sprzedaży ma zapewnioną cenę sprzedaży instrumentu bazowego.

Wymienione instrumenty mogą być stosowane do zabezpieczania przed niekorzystnymi zmianami cen instrumentów bazowych (podstawowych). Jeśli zatem przedmiotem inwestycji są instrumenty bazowe, wówczas instrumenty pochodne mogą być zastosowane do zabezpieczania przed niekorzystnymi zmianami cen instrumentów bazowych.

Zastosowanie mają tu następujące ogólne zasady:

Zakup opcji kupna i zakup kontraktu terminowego zabezpieczają przed wzrostem ceny instrumentu bazowego.

Zakup opcji sprzedaży i sprzedaż kontraktu terminowego zabezpieczają przed spadkiem ceny instrumentu bazowego.

Powyższe zasady mogą być zastosowane w odniesieniu do zmniejszania ryzyka inwestycji w akcje spółek, jak również w portfele akcji tych spółek. Przedstawimy teraz konkretne rozważania na ten temat.

ZABEZPIECZANIE PRZED SPADKIEM KURSÓW AKCJI POJEDYNCZYCH SPÓŁEK ZA POMOCĄ INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

Stosowana jest tu następująca zasada:
W celu zabezpieczenia się przed spadkiem kursu akcji spółki, należy zastosować jedną z następujących strategii:

- Sprzedaż kontraktu terminowego na akcje tej spółki.
- Zakup opcji sprzedaży na akcje tej spółki.

Należy pamiętać o tym, że kontrakty terminowe i opcje opiewają na określoną liczbę akcji danej spółki. Oznacza to, że można zabezpieczyć liczbę akcji będącą wielokrotnością liczby akcji, na które opiewa instrument pochodny.

Obecnie przedstawimy konkretny przykład zabezpieczenia z zastosowaniem kontraktów terminowych na akcje.

Przykład

W dniu 20 lutego inwestor nabył 100 akcji pewnej spółki. Cena akcji w tym dniu wynosiła 54 zł. Inwestor obawiał się jednak spadku cen akcji w okresie do 20 marca. Dlatego zdecydował się, również w tym samym dniu, sprzedać kontrakt terminowy na akcje tej spółki. Kontrakt ten wygasał 20 marca, opiewał na 100 akcji spółki, zaś jego cena w momencie sprzedaży wynosiła 54,25 zł.

Na końcu okresu, tzn. 20 marca cena akcji spółki wynosiła 41 zł, a w związku z tym, że kontrakt wygasał, taka sama była cena kontraktu terminowego.

Efekt zastosowania zabezpieczenia w dniu 20 marca wynosi – w przeliczeniu na 1 akcję:

1. Strata na wartości akcji: 13 zł (54–41).
2. Zysk na kontrakcie terminowym: 13,25 zł (54,25–41).

Wobec tego zysk netto wynosi 0,25 zł (w przeliczeniu na 1 akcję). Wartość ta jest niezależna od tego, jaka byłaby cena akcji 20 marca, gdyż cenie tej równa jest cena kontraktu terminowego. W ten sposób inwestor zabezpiecza się przed spadkiem cen akcji spółki.

Powyżej przedstawione metody zabezpieczenia mogą być oczywiście stosowane w odniesieniu do tych akcji, dla których istnieją instrumenty pochodne.

ZABEZPIECZANIE PRZED SPADKIEM KURSÓW AKCJI PORTFELA SPÓŁEK ZA POMOCĄ INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

Stosowana jest tu następująca zasada:
W celu zabezpieczenia się przed spadkiem kursów akcji należących do portfela spółek, należy zastosować jedną z następujących strategii:

- Sprzedaż kontraktu terminowego na indeks giełdowy.
- Zakup opcji sprzedaży na indeks giełdowy.

Istnieje jeden podstawowy warunek stosowania tych strategii: portfel spółek, w odniesieniu do którego stosowana jest strategia zabezpieczająca, powinien być zgodny z portfelem indeksu giełdowego.

→ PODSTAWOWA ZASADA W INWESTOWANIU

Niektóre przedstawione powyżej metody są dość zaawansowane, wymagają dużej wiedzy i umiejętności inwestora.

W inwestowaniu, zwłaszcza w inwestowaniu w akcje, ponadto stosowane są często bardzo proste zasady, między innymi takie:

W czasie hossy należy starać się zrealizować przynajmniej część dochodów.

W czasie dużej hossy należy zacząć sprzedawać akcje.

W czasie dużej bessy należy zacząć kupować akcje.

Nie należy się wahać przed realizowaniem strat, aby uniknąć jeszcze większych strat.

Są to proste zasady, lecz nie do końca precyzyjne, dlatego należy zalecić ostrożność w ich stosowaniu.

Na pewno każdemu inwestorowi należy zalecić ograniczanie emocji, odporność na euforię i panikę rynku, nieuleganie obiegowym opiniom i plotkom, korzystanie z profesjonalnych źródeł informacji.

7 Wybór sposobu zarządzania

→ ZARZĄDZANIE INDYWIDUALNE

Przedstawione powyżej metody i zasady inwestowania są skuteczne, gdy są stosowane przez doświadczonych inwestorów instytucjonalnych, jak również przez indywidualnego inwestora dysponującego wiedzą, umiejętnościami, informacjami i czasem. Jest to tzw. **zarządzanie indywidualne**. Charakteryzuje się ono następującymi cechami:

- bezpośrednie koszty tego typu inwestowania są niewielkie;
- wymaga ono dysponowania dużą ilością wolnego czasu;
- przynosi efekty, gdy zarządzający jest profesjonalistą;
- zakłada wykorzystanie dużego zbioru informacji.

Spośród wielu źródeł informacji istotną rolę odgrywają publikacje w prasie specjalistycznej, audycje radiowe i telewizyjne oraz specjalistyczne publikacje na stronach internetowych. Należy jednak z ostrożnością traktować informacje z niektórych gazet.

Najbardziej zaawansowane informacje dostarczane są przez płatne specjalistyczne serwisy informacyjne.

→ ZARZĄDZANIE WSPOMAGANE

Czasem zarządzanie indywidualne może być zmodyfikowane poprzez tzw. **zarządzanie wspomagane**. W tym typie zarządzania inwestor, co prawda, sam podejmuje decyzje, jednak korzysta z pomocy profesjonalnych instytucji, na przykład domów maklerskich, z którymi może zawrzeć umowę na usługi doradcze. W porównaniu z zarządzaniem indywidualnym tu są nieco większe koszty, lecz również potencjalnie zwiększenie profesjonalizmu poprzez wykorzystanie opinii ekspertów.

→ ZARZĄDZANIE NA ZLECENIE

W tym przypadku inwestor zawiera umowę z instytucją, zazwyczaj z domem maklerskim, powierzając tej instytucji portfel instrumentów finansowych w zarządzanie. Ważne jest, aby precyzyjnie określić cel inwestowania i jasno określić obowiązki zarządzającego, jak również koszty zarządzania (na przykład prowizja od dochodów lub od zarządzanego kapitału). Należy jednak zaznaczyć, że z reguły instytucje finansowe decydują się zarządzać na zlecenie portfelami o znacznej wartości.

→ INWESTOWANIE ZBIOROWE

Inwestowanie zbiorowe to inwestowanie w funduszu inwestycyjnym. Oznacza to, że środki finansowe przeznacza się na zakup jednostek uczestnictwa w otwartym funduszu inwestycyjnym lub certyfikatów inwestycyjnych zamkniętego funduszu inwestycyjnego, zaś fundusz inwestycyjny dokonuje bezpośrednich inwestycji.

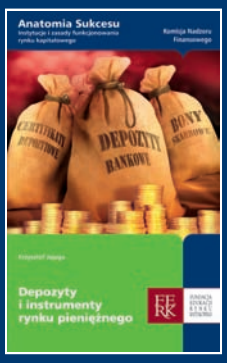
Korzyści tego typu inwestowania są następujące:

- praktycznie nie stanowi to obciążenia czasowego dla inwestora;
- z reguły fundusz inwestuje w sposób profesjonalny;
- występuje efekt skali transakcji, co oznacza mniejsze jednostkowe koszty transakcji;
- portfele funduszy inwestycyjnych mogą być lepiej zdywersyfikowane, a przez to obarczone mniejszym ryzykiem.

Minusem inwestowania w funduszu są opłaty z tym związane, jak również to, że efekty tej inwestycji są zazwyczaj widoczne w długim okresie.

O jakości inwestowania w otwartym funduszu inwestycyjnym świadczy wartość portfela funduszu, czyli wartość aktywów netto funduszu przypadająca na jedną jednostkę. Jeśli ceny instrumentów finansowych, w które zainwestował fundusz, rosną, wówczas rośnie wartość jednostki uczestnictwa. Z kolei w przypadku zamkniętego funduszu inwestycyjnego o jakości inwestowania świadczy wartość certyfikatu inwestycyjnego.

Z serii: Anatomia Sukcesu
Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego



www.ferk.pl
www.knf.gov.pl

ISBN 83-89465-15-9