

Jarosław Klepacki

Rynek finansowy w Polsce

Ujęcie praktyczne



Nr 79

Studia i Monografie
Łódź-Warszawa 2018



SPOŁECZNA AKADEMIA NAUK
ŁÓDŹ

Monografia recenzowana: dr hab. prof. SAN Konrad Raczkowski

Redakcja i korekta językowa: Beata Siczek

Komputerowy skład tekstu: Jadwiga Poczyczyńska

Projekt okładki: Marcin Szadkowski

© Copyright by: **Spółeczna Akademia Nauk**

ISBN: **978-83-64971-42-6**

Wydawnictwo

Spółecznej Akademii Nauk

ul. Kilińskiego 109, 90-011 Łódź

tel. 42 67625 29 w. 339, e-mail: wydawnictwo@spoleczna.pl

Wersja papierowa wydania jest wersją podstawową

Druk i oprawa: Mazowieckie Centrum Poligrafii, ul. Słoneczna 3C,
05-260 Marki, www.c-p.com.pl; biuro@c-p.com.pl

SPIS TREŚCI

Wstęp	5
1. Rynek finansowy – wprowadzenie	9
1.1. Kluczowe pojęcia w przestrzeni rynku finansowego	15
1.2. Istota i cele inwestowania.....	19
1.3. Czynniki czasu jako klucz do inwestycyjnego sukcesu	22
1.4. Identyfikacja ryzyka.....	26
1.5. Alokacja zasobów	29
1.6. Inwestor indywidualny: cykl życia i cele inwestycyjne	35
2. Organizacja i funkcjonowanie rynków kapitałowych	40
2.1. Główne instytucje rynku kapitałowego w Polsce.....	44
2.1.1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.....	47
2.1.2. Znaczenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w regionie a proces globalizacji.....	60
2.2. Rynek NewConnect.....	66
2.3. Catalyst.....	71
2.4. Rynek towarowy	75
3. Rynek walutowy i jego specyfika	80
3.1. Mechanizmy funkcjonowania rynku walutowego – handel i kurs walutowy.....	84
3.2. Mechanizmy funkcjonowania rynku walutowego. Pozycja na rynku walutowym.....	90
3.3. Rodzaje ryzyk wpisane w rynek walutowy	91
3.4. Ryzyko kursu walutowego jako wyznacznik bezpieczeństwa w wymianie handlowej	94

3.5. Zarządzanie ryzykiem kursu walutowego w przedsiębiorstwie – identyfikacja zjawiska.....	99
3.6. Rodzaje kwotowań kursów walut. Kurs walutowy – identyfikacja.....	107
3.7. Rodzaje kwotowań kursów walut – transakcja walutowa	114
4. Charakterystyka ogólna instrumentów finansowych	117
4.1. Instrumenty finansowe notowane na giełdzie.....	118
4.1.1. Charakterystyka instrumentów na rynku kasowym	118
4.1.2. Instrumenty rynku terminowego – instrumenty pochodne	122
4.2. Instrumenty pochodne na polskim rynku kapitałowym.....	127
5. Proces inwestycyjny na rynku globalnym.....	131
5.1. Dźwignia finansowa i jej wpływ na rynki	135
5.2. Znaczenie źródła informacji w procesie globalnego inwestowania.....	140
5.2.1. Klasyczne źródła tzw. wiarygodnych informacji.....	140
5.3. Częściowa efektywność rynku kapitałowego	149
6. Rodzaje analiz – analiza fundamentalna i analiza techniczna.....	157
6.1. Analiza fundamentalna	158
6.2. Analiza techniczna.....	161
Zakończenie.....	173
Bibliografia	175
Akty prawne.....	180
Netografia	181
Spis: tabel, rysunków, wykresów i schematów	187

WSTĘP

Transformacja szeroko rozumianego rynku finansowego nigdy nie była tak dynamiczna jak w dzisiejszych czasach, czyli w erze zaawansowanej unifikacji, globalizacji i praktycznie nieograniczonych możliwości transferów kapitału. Jej skutkiem ubocznym jest pojawianie się wielu zaburzeń w postaci kryzysów, zarówno tych klasycznych, jak ten zainicjowany załamaniem na rynku kredytów hipotecznych typu *subprime* w połowie 2008 r. w Stanach Zjednoczonych, czy zupełnie nowych, określanых terminem *flash crash*, kiedy to dochodzi do niekontrolowanego gwałtownego i krótkoterminowego spadku indeksów, kursów walut czy cen towarów. Skutkiem głównym jest natomiast stworzenie zupełnie nowego tworu, jakim jest zintegrowany, ogólnosiwiatowy rynek finansowy. W dzisiejszych czasach tzw. rynki lokalne wydają się być iluzją lat minionych, kiedy to tego typu rynki miały rzeczywiście określoną specyfikę i autonomię. Dzisiaj mamy do czynienia ze skomplikowaną siecią ściśle powiązanych ze sobą rynków krajowych, lokalnych i międzynarodowych tworzących wysoce zróżnicowany strukturalnie i relacyjnie globalny twór, jakim jest światowy rynek finansowy.

Jeden z najwybitniejszych ekonomistów wszech czasów John M. Keynes twierdził, że prawdziwym problemem nie jest wpadanie na nowe pomysły, lecz porzucanie starych, do których przywykliśmy, a nie chcemy ich porzucić, bo brak nam doświadczenia i wiedzy, a przede wszystkim boimy się tak postąpić. Zachodzi w związku z tym uzasadniona potrzeba przełamania takiej postawy i szerszej aktualizacji starych pojęć czy modeli oraz podjęcia próby dookreślenia nowych zjawisk. Wszystko to ma na celu możliwie najlepsze scalenie teorii z praktyką. Niniejsza monografia poświęcona jest właśnie takiemu spojrzeniu na rynek finansowy, ze szczególnym uwzględnieniem zmian zachodzących w obszarze polskiego rynku finansowego.

Oddana w Państwa ręce książka składa się z sześciu rozdziałów poprzedzonych zawsze krótkim wstępem i zakończonych wnioskami. W rozdziale pierwszym, w istocie stanowiącym wprowadzenie do tematu głównego,

omówiono specyfikę rynku finansowego. Zamierzeniem autora było doprecyzowanie i zaktualizowanie definicji z uwagi na to, że literatura przedmiotu w tym zakresie często nie jest jednoznaczna. Ważnym uzupełnieniem jest próba scharakteryzowania i sklasyfikowania kluczowych pojęć oraz czynnika czasu w przestrzeni rynku finansowego w ujęciu praktycznym. W podobnej konwencji, czyli ze szczególnym uwzględnieniem aspektu praktycznego, omówiona została istota oraz cele inwestowania. Co warto podkreślić, w tym rozdziale zawarta została również analiza gradacji celów inwestycyjnych z uwzględnieniem bezpieczeństwa jako celu autonomicznego, nie zaś pobocznego.

Ujęcie podmiotowe rynku finansowego ze szczególnym uwzględnieniem obszaru polskiego rynku kapitałowego stanowi temat przewodni rozdziału drugiego. Tutaj omówiono główne instytucje oraz scharakteryzowano przedmiot ich działalności w kontekście globalizacji i unifikacji światowego rynku finansowego.

Największy i najbardziej płynny obszar rynku finansowego, jakim jest rynek walutowy, przedstawiony został w rozdziale trzecim. Z uwagi na jego rosnące znaczenie i popularność w ujęciu inwestycyjnym nie pominięto takich zagadnień, jak mechanizmy funkcjonowania czy też rodzaje ryzyk przypisane do tego rynku. W tej części monografii doprecyzowano także znaczenie ryzyka kursu walutowego jako wyznacznika bezpieczeństwa w wymianie handlowej, co wydaje się szczególnie istotne z uwagi na aspekt praktyczny, podobnie jak próba uszczegółowienia procesu zarządzania ryzykiem kursu walutowego w przedsiębiorstwach. Właściwe zdefiniowanie tego procesu często stwarza problemy zarówno organom nadzoru, jak i sądom powszechnym.

Aspekt przedmiotowy rynku finansowego, czyli charakterystyka jego instrumentów, omówiony został w kolejnym, czwartym rozdziale książki. To tutaj dokonano doprecyzowania zagadnienia efektywności derywatów jako instrumentów mających na celu m.in. zarządzanie ryzykiem w kontekście ograniczenia jego negatywnej strony. Tutaj również doprecyzowano rolę i znaczenie instrumentów pochodnych dla polskiego rynku kapitałowego, bazując na cyklicznych badaniach z udziałem Narodowego Banku Polskiego. Rozdział piąty to próba konfrontacji (i aktualizacji znaczenia) niektórych teorii i pojęć z praktyką. Szczególna uwaga w tym zakresie poświęcona została dźwigni finansowej, transformacji znaczenia źródeł informacji w procesie zarządzania inwestycją, tzw. wiarygodnej informacji oraz skali efektywności rynku kapitałowego.

Publikację zamyka rozdział szósty, który odnosi się bezpośrednio do kluczowego, a jednocześnie ciągle bardziej teoretycznego niż praktycznego obszaru, jakim jest proces analizowania rynku finansowego i zmian na nim zachodzących. Z uwagi na wieloaspektowość tego zagadnienia skupiono się jedynie na najważniejszych szkołach: analizie technicznej oraz analizie fundamentalnej. Dużym walorem poznawczym w aspekcie praktycznym jest tutaj zasygnalizowanie roli i znaczenia ekonomii behawioralnej, która skutecznie zakwestionowała niemal wszystkie dotychczasowe fundamentalne założenia, dając tym samym początek nowym trendom.

Książka jest przeznaczona zarówno dla praktyków, zwłaszcza tych zainteresowanych rynkiem walutowym, jak i dla studentów studiów licencjackich, magisterskich oraz doktoranckich, którzy chcieliby poszerzyć swoją wiedzę z zakresu rynku finansowego.

Mam nadzieję, że niniejsza propozycja spełni oczekiwania Czytelników, dowodząc, że transformacja rynku finansowego, jakiej jesteśmy obecnie świadkami, i procesy jej towarzyszące, wymagają od nas nie tylko wiedzy teoretycznej, która coraz szybciej się dezaktualizuje, ale również świeżego i praktycznego spojrzenia.

Jarosław Klepacki

1. RYNEK FINANSOWY – WPROWADZENIE

Istota rynku finansowego jest różnie określana w literaturze przedmiotu. Bezsprzecznie jednak zawsze za jego główną siłę napędową uważany jest kapitał (im jest go więcej, tym lepiej) przepływający z rąk inwestora w kierunku miejsca (waloru), gdzie może być zyskownie ulokowany. Dobrze rozwinięty i prawidłowo funkcjonujący rynek finansowy to taki, w którym kluczowe znaczenie mają dwie naturalne siły: popyt i podaż. Naturalne, czyli pozbawione – lub prawie pozbawione – sztucznych, zewnętrznych interwencji. W ujęciu praktycznym nie może być mowy o całkowitym wykluczeniu tzw. zewnętrznych prób wpływania na rynek finansowy, a najlepszym tego przykładem są interwencje banków centralnych. W takich, jak się okazuje nie do końca doskonałych, warunkach kreowane jest otoczenie zewnętrzne, czyli szeroko rozumiana efektywność gospodarki wolnorynkowej.

Właściwe dookreślenie istoty i charakteru rynku finansowego ma zasadnicze znaczenie ze względu na spotykane nierzadko w literaturze przedmiotu pomyłki przy definiowaniu systemu finansowego i rynku kapitałowego. Często te nazwy, błędnie, stosowane są zamiennie.

Szukając najlepszych, czyli optymalnie odwzorowujących rzeczywistość, definicji rynku finansowego, warto w tym miejscu przytoczyć tę sygnowaną przez Narodowy Bank Polski (NBP). Według NBP „[...] rynek finansowy to miejsce, w którym są zawierane transakcje kupna i sprzedaży różnych form kapitału pieniężnego, na różne terminy i w oparciu o różne instrumenty finansowe. Uczestnikami rynku finansowego są z jednej strony podmioty potrzebujące kapitału, kreujące popyt, natomiast z drugiej strony – podmioty dysponujące nadwyżkami finansowymi, tworzące podaż kapitału. Dzięki temu, zwiększa się efektywność wykorzystania zasobów w gospodarce. Inwestorzy mają możliwość osiągania korzyści z posiadanych oszczędności i ograniczania ryzyka poprzez dywersyfikację portfela aktywów. Na współczesnym rynku finansowym istnieje wiele instrumentów finansowych, co m.in. pozwala przedsiębiorcom na zbudowanie

wanie optymalnej struktury finansowania, a inwestorom lokować wolne środki przy dowolnym poziomie ryzyka”¹.

Nie ulega wątpliwości, że rynek finansowy, podobnie zresztą jak i cała gospodarka, ulega ciągłym zmianom kreowanym zarówno przez wydarzenia o charakterze cyklicznym, jak też i te nieoczekiwane, jednorodne (kryzysy). W tym kontekście na szczególną uwagę zasługuje charakterystyka rynku finansowego autorstwa prof. Krzysztofa Jajugi. Według tej definicji rynek finansowy jest jedną z najważniejszych instytucji współczesnej gospodarki rynkowej. Dokonuje się na nim transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych. Lata 90. ubiegłego stulecia i pierwsza dekada XXI w. przyniosły rewolucyjne zmiany w tym obszarze. Najważniejsze z nich (i takie, które w istotnym stopniu ukształtowały sytuację na dzisiejszych rynkach finansowych) to²:

- globalizacja;
- postęp technologiczny (w zakresie informatyki i telekomunikacji);
- wzrost różnorodności instrumentów finansowych, zwłaszcza instrumentów pochodnych oraz strukturyzowanych;
- wzrost roli mediów w oddziaływaniu na zachowania uczestników rynku;
- wzrost wielkości aktywów finansowych w porównaniu z aktywami rzeczowymi;
- wzrost roli decyzji finansowych w porównaniu z decyzjami produkcyjnymi w kształtowaniu wartości podmiotów gospodarczych;
- wzrost zamożności społeczeństw powodujący presję na inwestycje finansowe.

Pojęcie *rynek finansowy* można zatem zdefiniować jako wielopłaszczyznowe, dynamiczne miejsce – *rynek pieniężny*, *rynek kapitałowy*, *rynek terminowy*, *rynek walutowy* i *rynek depozytowo-kredytowy* – gdzie dokonuje się transakcji środkami pieniężnymi. Specyfika i struktura handlu na nim jest zdominowana przez systemy elektroniczne zarządzane i kierowane przez ludzi. Handel ten ma unormowane zasady, znane wszystkim jego uczestnikom. Przedmiotem rynku finansowego jest handel zróżnicowanymi walorami finansowymi, które występują w postaci zmaterializowanej lub zdematerializowanej.

¹ <https://www.nbportal.pl/sloownik/pozycje-sloownika/rynek-finansowy>, dostęp: 30.09.2017.

² K. Jajuga, *Wykład przedstawiony przez Profesora Krzysztofa Jajugę podczas uroczystości nadania tytułu doktora honoris causa Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. Uroczystość odbyła się w dniu 28 czerwca 2012 r.*, [online] https://www.ue.wroc.pl/p/wyklad_prof_jajuga.doc, dostęp: 10.10.2017; Por. K. Jajuga, T. Jajuga, *Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Warszawa 2007.

Współczesny rynek finansowy odznacza się złożoną strukturą wzajemnych powiązań w aspekcie zarówno podmiotowym, jak i przedmiotowym. Obecnie nie ma możliwości, aby silniejsze (gwałtowne) zmiany na jednym z rynków nie wpłynęły na inne rynki (efekt globalizacji). Sieć wzajemnych powiązań jest na tyle silna, a transfer informacji na tyle szybki, że zmiany te zachodzą błyskawicznie.

W ramach struktury podmiotowej rynku finansowego, czyli biorąc pod uwagę specyfikę jego uczestników, wyróżnić można kilka najbardziej charakterystycznych grup³:

- Skarb Państwa,
- terenowe organy władzy,
- instytucje ubezpieczeniowe,
- fundusze emerytalne,
- fundusze inwestycyjne,
- przedsiębiorstwa,
- ludność – osoby fizyczne,
- podmioty zagraniczne.

W ramach jego struktury przedmiotowej, czyli biorąc pod uwagę przedmiot handlu, wyróżnić można⁴:

- papiery wartościowe,
- jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych otwartych,
- instrumenty rynku pieniężnego,
- instrumenty pochodne,
- kontrakty na różnicę.

Przedmioty handlu na rynku finansowym nie stanowią, i zapewne nigdy nie będą stanowić, zbioru zamkniętego. Przez cały czas tworzone są nowe, coraz bardziej skomplikowane, potencjalnie lepiej skorelowane ze zmiennym otoczeniem zewnętrznym, szczególnie w obszarze instrumentów pochodnych. Ten najbardziej dynamicznie rozwijający się segment instrumentów jest swoistym papierkiem lakmusowym ewolucji rynku finansowego⁵.

W przypadku rynku finansowego, zarówno w odniesieniu do struktury podmiotowej, jak i przedmiotowej, można mówić o wysokim stopniu zróż-

³ A. Paździor (red.), *Finanse. Funkcjonowanie, instytucje i instrumenty rynku finansowego, finanse publiczne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych*, Lublin 2014, s. 19.

⁴ <https://www.nbportal.pl/sloownik/pozycje-sloownika/rynek-finansowy>, dostęp: 02.04.2017.

⁵ Por. K. Jajuga, *Instrumenty pochodne. Anatomia sukcesu. Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego*, Warszawa 2009.

nicowania. Co do zasady przyjąć należy, że im wyższy stopień tego zróżnicowania, tym bardziej rozwinięty jest rynek finansowy.

Główne obszary (płaszczyzny) rynku finansowego tworzą powiązane ze sobą:

1. **Rynek walutowy** (ang. *Foreign Exchange*), czyli Forex (FX) – jest to rynek, na którym handluje się walutami. To tutaj, w wyniku ścierania się (naturalnych lub sztucznych) sił popytu i podaży, tworzy się kurs walutowy (kurs wymiany), który odzwierciedla stosunek cen między walutami. Handel może odbywać się zarówno na rynku kasowym (wymiana jest dokonywana natychmiast), jak i rynku terminowym (wymiana zostanie dokonana w późniejszym, ściśle określonym terminie). Statystycznie rzecz biorąc, wielkość tego rynku w ogromnej mierze zbudowana została na podstawie handlu nierzeczywistego, czyli opierającego się na derywatach (instrumentach pochodnych). Jest to rynek, na którym permanentnie stosowanym narzędziem jest dźwignia finansowa.

Co ważne, i co go wyróżnia, to fakt, że jest to rynek OTC (ang. *over-the-counter*). Rynek OTC jest jedynym tak dużym nieregulowanym (brak jednego głównego ośrodka kontroli) i zdecentralizowanym rynkiem⁶.

2. **Rynek kapitałowy** (ang. *capital market*) – jest to segment rynku finansowego, na którym dokonywane są emisje średnio- i długoterminowych instrumentów finansowych, takich jak akcje i obligacje, przeznaczone na finansowanie inwestycji. Zwyczajowo (ale też w przepisach prawnych wielu krajów) cezurą pomiędzy rynkiem pieniężnym a kapitałowym jest termin zapadalności instrumentu finansowego wynoszący jeden rok⁷. Z uwagi na, wskazywany w literaturze przedmiotu typowy dla tego rynku, termin zapadalności można powiedzieć, że jest to rynek średnio- i długoterminowych kapitałów. W praktyce jednak ta granica często się zaciera.

Podstawowe funkcje rynku kapitałowego to⁸:

- 1) pozyskiwanie kapitału przez emitentów;
- 2) uzyskiwanie dochodów przez inwestorów, którzy udostępniają kapitał emitentom (np. dywidendy);
- 3) efektywna alokacja środków w gospodarce;

⁶ <https://www.nbportal.pl/sloownik/pozycje-sloownika/rynek-walutowy>, dostęp: 03.04.2017.

⁷ Por. W. Śmid, *Boss leksykon*, Kraków 2012, s. 472; A. Dmowski, D. Prokopowicz, *Rynki finansowe*, Warszawa 2010, s. 97.

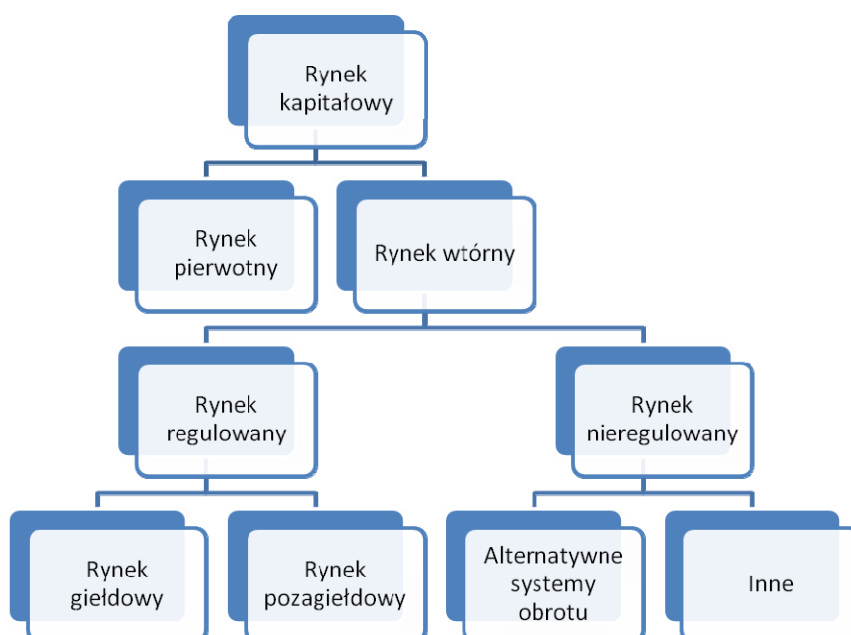
⁸ F. K. Reilly, K. C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, t. 1, Warszawa 2001, s. 162.

- 4) właściwa wycena instrumentów finansowych (papierów wartościowych) i towarzyszącego im ryzyka.

Podstawowy podział rynku kapitałowego ze względu na rodzaj emisji:

1. **Rynek pierwotny** – czyli miejsce, gdzie w ramach zawieranych transakcji (nowych emisji), inwestor nabywa walory bezpośrednio od emitenta, w drodze emisji publicznej lub prywatnej. Emitentami są zarówno rządy państw oraz władze lokalne, jak i przedsiębiorstwa.
2. **Rynek wtórny** – czyli taki, na którym handel odbywa się pomiędzy inwestorami, emitent nie bierze w nim udziału. Z punktu widzenia struktury rynku kapitałowego jest to kluczowe miejsce – tutaj dokonywana jest największa liczba transakcji, tutaj dyskontowane są wszelkiego rodzaju informacje mające wpływ na bieżącą i przyszłą wycenę walorów. Rynek wtórny dzieli się na: rynek regulowany, nadzorowany przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF), i rynek nieregulowany, który nie podlega nadzorowi (zob. schemat 1).

Schemat 1. Struktura rynku kapitałowego



Źródło: opracowanie własne.

3. **Rynek pieniężny** – jest to segment rynku finansowego, na którym dokonywane są transakcje i gdzie kupujący i sprzedający realizują interesy rozliczane w formie gotówkowej lub bezgotówkowej o okresie zapadalności do jednego roku (kredyty międzybankowe, papiery dłużne o terminie zapadalności do jednego roku, takie jak bony skarbowe). Jest skoncentrowany głównie wokół banków i sektora bankowego. Zasadniczą rolą tego rynku jest stabilizowanie systemu bankowego za pomocą ułatwień w zakresie zarządzania płynnością w ujęciu hurtowym.

Rynek pieniężny można podzielić na⁹:

- rynek międzybankowy depozytów i lokat,
- rynek zbywalnych papierów wartościowych (papierów dłużnych).

4. **Rynek instrumentów pochodnych**¹⁰ (derywatów) często w literaturze przedmiotu określany jako „rynek terminowy” lub (coraz rzadziej) „rynek kontroli ryzyka” – jest to ta część rynku finansowego, gdzie wykorzystywane są instrumenty pochodne, które dają prawo do kupna lub sprzedaży instrumentu pierwotnego w przyszłości, po z góry określonej cenie lub/i dają prawo do określonego rozliczenia pieniężnego. Stosuje się je w celu spekulacji bądź zabezpieczania przed stratami związanymi z niekorzystnymi zmianami na rynku cen akcji, walut i stóp procentowych. Jest to bezsprzecznie bardzo ważny segment rynku finansowego, który w ciągu ostatnich lat rozwija się najszybciej, odznaczając się jednocześnie najwyższym współczynnikiem płynności. To także jeden z najciekawszych rynków pod względem inwestycyjnym. Katalog oferowanych na nim instrumentów jest ciągle otwarty, przez cały czas bowiem powstają nowe derywaty, a poziom ich skomplikowania jest bardzo zróżnicowany.

5. **Rynek kredytowy** – jest to rynek, którego zasadniczym instrumentem finansowym jest kredyt bankowy. W strukturze rynku finansowego rynek kredytowy ma na celu zapewnienie szerokiego dostępu do środków potrzebnych na cele obrotowe i inwestycyjne. Jest to klasyczne źródło finansowania zewnętrznego zarówno dla podmiotów gospodarczych (firm), jak też osób fizycznych. Szczególne znaczenie w ramach tego rynku pełni rynek kredytów hipotecznych. Można przyjąć, że swoistym

⁹ M. Lubiński, *Międzybankowy rynek pieniężny i zarażenie*, „Gospodarka Narodowa” 2013, nr 5–6, ss. 19–41.

¹⁰ Por. J. J. Murphy, *Analiza techniczna rynków finansowych*, Warszawa 2017, ss. 2–8.

jego kreatorem jest sektor bankowy, który dostosowując się do tendencji zmian stóp procentowych i cech otoczenia zewnętrznego, zwiększa lub zmniejsza akcje kredytowe.

1.1. Kluczowe pojęcia w przestrzeni rynku finansowego

Tradycyjne (typowe dla lat 90. XX w.) pojmowanie rynku finansowego nie odwzorowuje obecnej rzeczywistości. Nie można bowiem nie doceniać gwałtownego wzrostu i znaczenia rewolucji technologicznej oraz rosnącej roli kapitału intelektualnego. Innymi słowy: gdyby dzisiejszego inwestora przenieść do lat 60. lub 70. ubiegłego wieku, to bez większych problemów byłby w stanie pomnożyć swój kapitał, sytuacja odwrotna byłaby raczej niemożliwa – ze względu chociażby na brak znajomości elektronicznych systemów transakcyjnych czy stopień skomplikowania niektórych instrumentów finansowych. Transformacja rynku finansowego ma zatem charakter progresywnie dynamiczny. Są jednak czynniki, które zarówno wczoraj, jak i dziś, mają charakter kluczowy, a bez ich zrozumienia efektywny proces inwestycyjny jest niemożliwy. Te najważniejsze to: ryzyko, kapitał, stopa zwrotu, dźwignia finansowa w ujęciu inwestycyjnym, płynność, czynnik ludzki, czas.

Ryzyko – stanowi ono dzisiaj nieodzowny element rynku finansowego. Liniowa zależność pomiędzy ryzykiem a zyskiem w dalszym ciągu ma kluczowe znaczenie dla wszystkich segmentów rynku finansowego. Definiowanie ryzyk, jak również ich interpretacja, stwarza potencjalnie spore możliwości, ponieważ zgodnie z obowiązującymi normami ma charakter nieostry¹¹. W literaturze przedmiotu wymienia się wiele rodzajów ryzyka finansowego i trudno jest dokonać jednoznacznego podziału. Obok ryzyka finansowego, jako kolejne kluczowe, wskazać należy ryzyko rynkowe (systemowe). W ujęciu inwestycyjnym ryzyko to odgrywa fundamentalną rolę ze względu na ekstremalność otoczenia w zakresie wyceny walorów. Ryzyko rynkowe jako takie jest jednym z „najgroźniejszych”. Nie podlega ono bowiem procesom prognozowania (w przeciwieństwie do ryzyk składowych ryzyka finansowego), przez co zarządzanie nim generuje ponadprzeciętne trudności – szerzej te zagadnienia omówione zostały w artykule zamieszczonym w 2014 r.

¹¹ Por. J. Klepacki, *Ryzyko walutowe – wyznacznik bezpieczeństwa w wymianie handlowej*, [w:] K. Raczkowski (red. nauk.), *Bezpieczeństwo ekonomiczne obrotu gospodarczego*, wyd. 1, Warszawa 2014, s. 655.

w części 3 czasopisma „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” pt. *Teoria stabilności finansowej. Test praktyki XXI wieku* pod redakcją prof. Jana. K. Solarza i dr Elżbiety Klamut¹². Są jednak subobszary rynku, gdzie ta podręcznikowa zasada może być zaburzana. Doskonałym przykładem są tzw. ultraszybkie transakcje (ang. *High Frequency Trading*) – HFT¹³.

Kapitał – w ujęciu materialnym, w dobie zawansowanej globalizacji, pod pojęciem *kapitał* rozumieć należy masy pieniądza, które nie znają granic ani nie mają przynależności politycznej i swobodnie przemieszczają się w formie zapisów elektronicznych w obszarze rynku finansowego. Szybkość i miejsce koncentracji strumieni kapitału uzależnione są od szeregu zróżnicowanych czynników. Wśród tych najważniejszych wskazać należy: potencjalny (oczekiwany) zysk oraz bezpieczeństwo. Tzw. miejscem idealnym do alokacji kapitału jest obszar rynku finansowego odznaczający się ponadprzeciętnym wskaźnikiem oczekiwanego zysku oraz wysokim wskaźnikiem bezpieczeństwa.

Stopa zwrotu – w rachunku efektywności inwestycji jest to wyrażona w procentach relacja rocznej nadwyżki netto (po opodatkowaniu), uzyskiwanej z określonego przedsięwzięcia, do wartości poniesionego nominalnego nakładu inwestycyjnego. Stopa zwrotu informuje o tym, jaka część wyłożonego kapitału zwróci się inwestorowi w ciągu roku w postaci dochodu. Jest to jedna z najprostszych, statycznych metod porównywania opłacalności różnych przedsięwzięć inwestycyjnych lub różnych wariantów tego samego przedsięwzięcia¹⁴. Warto zwrócić uwagę na fakt, że w dobie szybko zmieniającego się otoczenia zewnętrznego, po kryzysie finansowym rozpoczętym w 2008 r. i wprowadzeniu ultraniskich stóp procentowych, stopa zwrotu, identyfikowana jako zysk z inwestycji, ustąpiła miejsca bezpieczeństwu inwestycji.

Dźwignia finansowa w ujęciu inwestycyjnym – jest to mechanizm pozwalający na zwiększoną ekspozycję na rynku przy wykorzystaniu relatywnie małego depozytu (kapitału własnego). Oznacza to, że każdy

¹² J. Klepacki, *Determinanty ryzyka portfela kredytów hipotecznych w polskim sektorze bankowym*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2014, t. 15, z. 9, cz. 3, (red.) J. K. Solarz, E. Klamut, ss. 141–153.

¹³ Zgodnie z terminologią giełd amerykańskich *High Frequency Trading* (HFT) to ściśle określony, wykształcony po 2008 r., sposób handlowania danymi walorami (akcje, obligacje, opcje, kontrakty typu *futures*, fundusze EFT, waluty oraz inne instrumenty finansowe, którymi handel może odbywać się drogą elektroniczną i ma charakter płynny) charakteryzujący się wysoką częstotliwością wykonywanych operacji (kupno i sprzedaż), wykorzystujący w tym celu zaawansowane narzędzia technologiczne oraz podejście algorytmiczne, <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/h/high-frequency-trading>, dostęp: 22.07.2017.

¹⁴ http://portalwiedzy.onet.pl/17808,,,stopa_zwrotu,haslo.html, dostęp: 10.04.2017.

ruch na rynku może oznaczać dużo większy zwrot z inwestycji niż w tradycyjnych formach inwestycji bez użycia dźwigni. Jeżeli jednak rynek poruszy się w przeciwnym kierunku niż się zakładało, może to oznaczać większą stratę¹⁵. Konstrukcja tego mechanizmu oparta jest na kredytowaniu. Dźwignia, szczególnie ta bardzo wysoka, np. 1:100 czy 1:200, jest typowa dla rynków OTC (rynek walutowy). Bardzo często w literaturze przedmiotu postrzegana jest również jako źródło ryzyka (głównie negatywnego), w tym też i ryzyka systemowego.

Płynność – jest to kluczowa składowa każdego z segmentów rynku finansowego. Pełni fundamentalną rolę w takich obszarach, jak:

- a) budowanie bezpieczeństwa i zaufania inwestorów,
- b) informacyjna efektywność,
- c) gwarancja ceny,
- d) spekulacja,
- e) koncentracja obrotów na rynku giełdowym,
- f) efektywność inwestycji,
- g) zasadność budowania analiz i prognoz oraz realizacja współczynnika sprawdzalności.

Zgodnie z informacjami ze strony WWW Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie *płynność* określić można jako potencjalną możliwość swobodnego, natychmiastowego kupna/sprzedaży akcji po aktualnej cenie rynkowej bez znacznego wpływu na tę cenę. Warunek ten będzie spełniony, jeśli wystarczająco duża będzie aktualna wielkość ofert kupna/sprzedaży zgłoszonych przez uczestników po obu stronach rynku. Im większe oferty i im ich więcej, tym większa płynność akcji¹⁶. Wysoka płynność walorów jest bardzo pożądaną cechą każdego rynku. Mała płynność oznacza, że inwestorzy będą żądać premii za ryzyko płynności, ponieważ liczą się z potencjalnym brakiem możliwości odsprzedaży (brak gwarancji ceny) dużych pakietów walorów, np. akcji po cenie, którą rynek oferuje w przypadku niewielkich ich pakietów. Premia za ryzyko płynności objawia się wyższymi kosztami transakcyjnymi, czyli na rynku pierwotnym – podwyższonymi opłatami dla subemitenta lub niższą ceną sprzedaży akcji, a na rynku wtórnym – wyższym spreadem (ang. *bid-ask spread*), czyli rozpiętością między oferowanymi

¹⁵ <https://www.xtb.com/pl/edukacja/trading-academy/rynki-walutowe-wprowadzenie/co-to-jest-dzwignia-finansowa>, dostęp: 10.04.2017.

¹⁶ https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=6&title=Podmioty+rynku+kapita%C5%82owego, dostęp: 10.07.2017.

cenami kupna i sprzedaży. Płynność oddziałuje więc bezpośrednio na wycenę spółki i zwrot z zainwestowanego kapitału – czynniki o fundamentalnym znaczeniu dla spółek i inwestorów giełdowych.

Czynnik ludzki – jest to najważniejszy i najbardziej newralgiczny element procesu inwestycyjnego. Zgodnie z założeniami teorii analizy technicznej zachowania ludzkie mają charakter powtarzalny, a więc i prognozowalny, uznanie tego w praktyce umożliwiło uczynienie analizy technicznej (obok analizy fundamentalnej) podstawą decyzyjną każdego procesu inwestycyjnego. Znaczenie czynnika ludzkiego jest bezdyskusyjne, a najlepszym tego dowodem jest dynamiczny rozwój finansów behawioralnych wywodzących się z ekonomii behawioralnej. Jednak pomimo licznych badań empirycznych w tym zakresie (m.in. noblisty Richarda H. Thaler czy Daniela Kahnemana¹⁷), czynnik ludzki jest w dalszym ciągu postrzegany jako najbardziej ryzykogeny. Ograniczanie wpływu tego czynnika dokonywane jest poprzez udział w handlu autonomicznych systemów automatycznych. Ten rodzaj handlu na rynkach rozwiniętych, np. w Stanach Zjednoczonych, już od dawna nie ma znaczenia marginalnego. Szacuje się, że udział automatów w handlu na amerykańskich giełdach wynosi 30–40% sumy realizowanych transakcji.

Czas – czynnik czasu to, obok czynnika ludzkiego, drugi najbardziej newralgiczny element procesu inwestycyjnego. Ograniczenie wpływu ludzi oraz maksymalne skrócenie czasu pojedynczej transakcji, realizowane za pomocą automatyzacji systemów transakcyjnych, to niewątpliwie priorytety procesów innowacyjnych w tym obszarze¹⁸. Idea wchodzenia w coraz to krótsze zakresy czasowe wynika z jednej z głównych zależności rynków kapitałowych: proporcji ryzyka do prawdopodobieństwa realizacji oczekiwanego scenariusza zdarzeń. Skuteczność prognozy spada zawsze proporcjonalnie do wydłużania jej zakresu czasowego, czyli im bliższą przyszłość prognozujemy, tym prawdopodobieństwo trafienia jest wyższe. Celem nadrzędnym każdego procesu inwestycyjnego jest pomnażanie zaangażowanego kapitału, czyli generowanie zysku. Kluczowe jest jednak to, aby osiągnąć zysk był możliwie wysoki, i to w możliwie krótkim czasie, przy jak najniż-

¹⁷ Por. D. Kahneman, *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Warszawa 2012.

¹⁸ J. Klepacki, *Innowacyjne techniki inwestycyjne na przykładzie ultraszybkich transakcji* (High Frequency Trading HFT), „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2015, t. 16, z. 11, cz. 2, (red. nauk.) J. D. Antoszkiewicz, E. Gołębiewska, ss. 205–215.

szym ryzyku. Zatarciu ulegają w związku z tym wszelkie granice pomiędzy klasyczną inwestycją a spekulacją¹⁹.

1.2. Istota i cele inwestowania

Proces inwestycyjny to ciąg działań i decyzji realizowanych w określonym czasie w celu pomnożenia kapitału. Główne składowe procesu inwestycyjnego zobrazować można równaniem:

$$\text{INWESTYCJA} = \text{KAPITAŁ} + \text{RYZYO} + \text{CZAS} + \text{CZYNNIK LUDZKI}$$

Inwestycja (ang. *investment*) to zaangażowanie określonej kwoty pieniędzy na pewien okres po to, aby w przyszłości otrzymać jej zwrot kompensujący inwestorowi:

- czas, w którym pieniądze były zaangażowane,
- przewidywany współczynnik inflacji,
- ryzyko inwestycji.

Jak podkreśla Jack Hirschleifer, w artykule opublikowanym w czasopiśmie „The Quarterly Journal of Economics” w 1965 r., „[...] inwestycja jest w istocie bieżącym wyrzeczeniem dla przyszłych korzyści [...], a przyszłość jest tajemnicą. Inwestorzy kupują tę tajemnicę w przeświadczeniu, że zmaterializuje się ona zgodnie z ich oczekiwaniami”²⁰.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się co najmniej kilka rodzajów inwestycji. W odniesieniu do rynków finansowych dwie spośród nich mają jednak zasadnicze znaczenie. Są to²¹:

1. **Inwestycje rzeczowe** – przedmiot inwestycji ma charakter materialny, a inwestor oczekuje, iż wartość przedmiotu inwestycji wzrośnie w okresie inwestycji.
2. **Inwestycje finansowe** – przedmiot inwestycji jest instrumentem finansowym, a więc ma charakter niematerialny.

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ Za: A. Michalak, *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, Warszawa 2007, s. 25.

²¹ K. Jajuga, *Wprowadzenie do inwestycji finansowych. Depozyty i instrumenty rynku pieniężnego*, Warszawa 2009, s. 5.

Inwestorem może być:

- osoba prywatna,
- agenda rządowa,
- fundusz emerytalny,
- korporacja (podmiot gospodarczy).

Powyższe wyliczenie nie jest zbiorem zamkniętym. W praktyce inwestorem może być praktycznie każdy, kto: jest pełnoletni, jest w stanie racjonalnie myśleć i podejmować decyzje inwestycyjne oraz dysponuje określonym kapitałem. W dzisiejszych czasach warunkiem koniecznym lokowania swojego kapitału jest posiadanie dostępu do Internetu, platformy transakcyjnej (rynek Forex) lub otwarcie rachunku maklerskiego (gielda papierów wartościowych). Obecność maklera (biura maklerskiego) jest tutaj warunkiem obligatoryjnym – działa on jako profesjonalny pośrednik pomiędzy dawcą kapitału (inwestorem) a gieldą papierów wartościowych.

Inwestor, analizując proces inwestycyjny, jako **podstawowe cele inwestycji** może wskazać:

- **zgromadzenie środków na zakup konsumpcyjny** – w tym wypadku określona jest pożądana wartość końcowa inwestycji, np. równa przewidywanej cenie przedmiotu;
- **zwiększenie wielkości kapitału** – celem jest uzyskanie maksymalnej (możliwej) wartości kapitału na koniec okresu inwestowania;
- **uzyskiwanie stałych dochodów** – w tym wypadku inwestycja daje regularne, w przybliżeniu stałe, dochody;
- **bezpieczeństwo** – celem jest uniknięcie częściowej lub całkowitej utraty kapitału;
- **zachowanie płynności** – celem jest zapewnienie możliwości szybkiej zamiany instrumentu finansowego na gotówkę po oczekiwanej przez inwestora cenie.

Co do zasady, celem nadrzędnym każdego procesu inwestycyjnego jest pomnażanie zaangażowanego kapitału, czyli generowanie zysku.

W przypadku inwestycji na rynku kapitałowym często mówi się o możliwości wygenerowania znacznego zysku w krótkim okresie. To właśnie na tego typu rynkach spotkać się możemy najczęściej z pojęciem **zarządzanie ryzykiem inwestycyjnym**. Często też stosowanym na tej płaszczyźnie sy-

nonimem pojęcia **ryzyko inwestycyjne** jest pojęcie **ryzyko spekulacyjne** (oba terminy ostatnio, zwłaszcza po 2008 r., są stosowane zamiennie).

Ryzyko spekulacyjne (ang. *speculative risk*) polega, na możliwości osiągnięcia zarówno wyników pozytywnych (zysku), jak też negatywnych (straty). Nie można, doprowadzić to tego, aby ryzyko spekulacyjne przerodziło się w ryzyko czyste (ang. *pure risk*), czyli ryzyko pozbawione możliwości wygenerowania zysku²². Identyfikując specyfikę ryzyka spekulacyjnego, wskazać należy dwie kluczowe, przypisane tylko jemu, zmienne: współczynnik czasu oraz możliwość wystąpienia zdarzeń, które mają charakter nieprognozowalny, czyli zazwyczaj są pochodną ryzyka rynkowego. Często w literaturze przedmiotu, przy próbach dookreślenia ryzyka spekulacyjnego, podaje się, że jest to ryzyko, polegające na tym, że możemy mieć do czynienia ze znaczną stratą lub zyskiem w krótkim horyzoncie czasu. Taka próba definicji jest zdecydowanie niewystarczająca, prowadzi bowiem bezpośrednio do kolizji z definicją ryzyka inwestycyjnego, co ostatecznie skutkuje zacieraniem się granic pomiędzy tymi pojęciami.

W procesie zarządzania ryzykiem na rynku finansowym kluczowe znaczenie ma to, aby osiągnąć zysk był możliwie wysoki, i to w możliwie krótkim czasie, przy jak najniższym ryzyku. W praktyce jest to jednak niezwykle trudne do osiągnięcia, a dodatkowo występuje tu konflikt interesów pomiędzy akcjonariuszami – agentami – maklerami. Ci pierwsi zainteresowani są długim horyzontem czasu, a pozostali od krótkiego horyzontu obliczają własne premie i prowizje i z reguły nie zależy im na długoterminowych strategiach i oddalonych w czasie realizacjach zysku.

Powszechny dostęp do rynku finansowego, za pomocą wszechobecnych elektronicznych systemów transakcyjnych, zmodyfikował klasyczne spojrzenie na proces inwestycyjny. To czynnik czasu i minimalizacja ryzyka stają się obecnie kluczowymi wyznacznikami oraz priorytetami.

Rzeczywistość nieustannie kreuje nowe tendencje w procesie inwestycyjnym, przede wszystkim dotyczą one ograniczenia negatywnego ryzyka (możliwości uzyskania straty) w celu maksymalizacji efektywności finansowej inwestycji.

²² Por. G. Eilenberger, *Währungsrisiken, Währungsmanagement und Devisenkursicherung von Unternehmen*, Frankfurt am Main 1990, s. 99.

1.3. Czynniki czasu jako klucz do inwestycyjnego sukcesu

Czynnik czasu od zawsze był kluczową zmienną każdego procesu inwestycyjnego. Jednak obecnie możemy go analizować, uwzględniając przynajmniej kilka punktów odniesienia.

Czynnik czasu to nie tylko okres liczony od momentu otwarcia transakcji do chwili jej zamknięcia i rozliczenia, a więc czas alokacji kapitału, czyli jego zaangażowania. Jest on również, a może przede wszystkim, związany z szybkością dostępu do informacji oraz tempem jej asymilacji i przetworzenia. Przykładowo: inwestor, realizując proces zarządzania czasem w celu zwiększenia szybkości reakcji, przyspiesza działania w takich obszarach, jak:

- dostęp do informacji,
- przetworzenie (obróbka) informacji,
- reakcja na informację.

Przetworzenie informacji to nic innego, jak przygotowanie przez inwestora określonej ścieżki działań (strategia) w odpowiedzi na określone (oczekiwane) informacje. Złożoność reakcji lub też ich konsekwencje są tym mniejsze, im prostsza i bardziej oczekiwana jest informacja. Jej obróbka, czyli przetworzenie, zazwyczaj dokonuje się automatycznie. I znów, w związku z tym, istotną rolę odgrywa czynnik czasu. Reakcja inwestora na informację w ramach właściwego procesu inwestycyjnego realizowana jest w dwóch etapach, a mianowicie: kupna i sprzedaży waloru, czyli otwarcia i zamknięcia transakcji. Tylko wówczas możemy mówić o realnej efektywności procesu inwestycyjnego w ramach alokacji kapitału²³.

Czas w XXI w. to towar coraz bardziej deficytowy (szybkość obiegu informacji oraz kapitału stale wzrasta). Nic więc dziwnego, że stał się on synonimem inwestycyjnego sukcesu. Zwiększenie prawdopodobieństwa sukcesu poprzez maksymalne skrócenie prognozy i docelowo czasu inwestycji, w dobie rewolucji dostępu do informacji i zaawansowania technologicznego, jest czymś naturalnym.

Czynnik czasu to również, oprócz czynnika ludzkiego, drugi najbardziej newralgiczny element procesu inwestycyjnego. Ograniczenie wpływu ludzi oraz maksymalne skrócenie czasu pojedynczej transakcji, dokonywane za pomocą automatyzacji autonomicznych systemów transakcyjnych, to nie-

²³ *Ibidem*.

wątpliwe priorytety innowacyjnych procesów inwestycyjnych w XXI w., a jego wizytówką są ultraszybkie transakcje, określane też jako transakcje wysokiej częstotliwości – HFT²⁴ (ang. *High Frequency Trading*). Wyścig, kto bardziej skróci czas realizacji pojedynczej transakcji (rozumianej jako zakup oraz sprzedaż określonego waloru), trwa w najlepsze. Co ciekawe, dążenie to charakteryzuje obie strony procesu, a więc zarówno inwestora, jak i dostawcę informacji (giełda, broker)²⁵.

Zawsze celem nadrzędnym procesu inwestycyjnego jest jednak wygenerowanie możliwie dużego zysku w możliwie krótkim czasie. W procesie tym ważną rolę odgrywa również kwestia skali bezpieczeństwa zainwestowanego kapitału. Idealnym modelem inwestycyjnym staje się zatem połączenie możliwie dużego bezpieczeństwa, relatywnie krótkiego czasu asymilacji danych, alokacji kapitału oraz możliwie wysokiego zysku. O ile czas ma charakter wymierny, da się go dokładnie zmierzyć, o tyle bezpieczeństwo oraz skala potencjalnego zysku już takiej cechy nie mają. Kiedy coś jest bezpieczne, a kiedy nie? Albo, kiedy zysk z inwestycji można uznać za wysoki, a kiedy jest on niski? Do zidentyfikowania i dookreślenia zakresu tych zmiennych służy bardzo wymierna wytyczna – klasyczna terminowa lokata bankowa. Jest to umowa między klientem a bankiem, w której klient, zobowiązując się do niepodejmowania środków z banku przez określony czas, udostępnia je bankowi (zakłada depozyt w banku) na ustalony wcześniej termin i otrzymuje w zamian wynagrodzenie w postaci odsetek. Odsetki, w zależności od lokaty, wypłacane mogą być miesięcznie, kwartalnie lub rocznie. W przypadku większości lokat naliczone odsetki dodawane są do kwoty lokaty (są kapitalizowane)²⁶.

Co ważne, obok gwarantowanych już na początku zysków w określonej wysokości, mamy tutaj do czynienia z wyraźnie zakreślonym bezpieczeństwem inwestycji. Gwarantem lokat otwieranych na terenie Rzeczypospolitej Polskiej jest Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG). Jest to instytucja zapewniająca bezpieczeństwo depozytów w komercyjnych i spółdzielczych instytucjach bankowych posiadających siedzibę na terenie Polski. Gdyby jeden z banków ogłosił upadłość, BFG wypłaciłby klientowi zainwestowany

²⁴ <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/h/high-frequency-trading>, dostęp: 28.07.2017.

²⁵ J. Klepacki, *Innowacyjne techniki inwestycyjne...*, *op. cit.*

²⁶ <http://www.findict.pl/slownik/lokata>, dostęp: 12.08.2017.

kapitał wraz z wypracowanymi odsetkami (jednak nie więcej niż równowartość 100 tys. euro)²⁷.

Analizując dzisiaj znaczenie i rolę czasu w procesie inwestycyjnym, podkreślić należy, że polityka identyfikacji inwestycji i określenia jej celu głównego po 2008 r. (tj. po załamaniu na rynkach finansowych w USA) uległa istotnej transformacji. Okazało się bowiem, że w niezwykle zmiennym gospodarczo-politycznym otoczeniu zewnętrznym, zdominowanym przez ultraniskie i ujemne stopy procentowe, kluczowy, z punktu widzenia inwestora, staje się nie zysk, a bezpieczeństwo (i to nie tylko w ujęciu krótkoterminowym). Doskonałym przykładem potwierdzającym taką modyfikację priorytetów inwestycyjnych jest utrzymujący się w latach 2015–2017 rekordowo wysoki popyt inwestorów na papiery dłużne (obligacje państwowe Szwajcarii, Niemiec, Japonii) charakteryzujące się ujemną rentownością (zob. wykres 1 i wykres 2).

Wykres 1. Rentowność 10-letnich obligacji Szwajcarii



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych według: <https://pl.investing.com/rates-bonds/switzerland-10-year-bond-yield>, dostęp: 25.04.2017.

Co jest szczególnie ciekawe, zjawisko ucieczki kapitałów od ryzyka w kierunku bezpieczeństwa, kosztem potencjalnego zysku, które obserwuje się w ciągu ostatnich kilkunastu lat, nigdy jeszcze nie występowało na taką

²⁷ <http://www.toplokatybankowe.pl/bezpieczenstwo-lokat/>, dostęp: 12.08.2017.

skale. W połowie lipca 2016 r. na świecie było już 17 państw, których obligacje (o przynajmniej jednym okresie odsetkowym) przynosiły inwestorom straty (zob. tabela 1).

Wykres 2. Rentowność 10-letnich obligacji Niemiec



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych według: <https://pl.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>, dostęp: 25.04.2017.

Tabela 1. Zestawienie państw emitujących obligacje skarbowe z ujemnym oprocentowaniem

Kraj	1 m-c	6 m-cy	1 rok	2 lata	5 lat	10 lat
Austria			-0,56%	-0,53%	-0,40%	
Belgia		-0,56%	-0,61%	-0,61%	-0,42%	
Bulgaria	-0,36%					
Czechy				-0,16%	-0,01%	
Dania	-0,52%	-0,39%	-0,31%	-0,44%	-0,25%	
Finlandia				-0,53%	-0,41%	
Francja	-0,61%	-0,55%	-0,54%	-0,55%		
Hiszpania		-0,22%	-0,19%	-0,15%		
Holandia		-0,59%		-0,57%	-0,58%	
Irlandia				-0,39%	-0,26%	
Niemcy	-0,71%	-0,65%	-0,62%	-0,60%	-0,49%	-0,04%
Szwajcaria	-0,95%	-0,75%	-0,60%	-0,91%	-0,89%	-0,52%

Kraj	1 m-c	6 m-cy	1 rok	2 lata	5 lat	10 lat
Szwecja	-0,68%	-0,69%		-0,66%	-0,31%	
Słowacja				-0,19%	-0,13%	
Słowenia				-0,01%		
Włochy		-0,21%	-0,17%	-0,03%		
Japonia		-0,23%	-0,36%	-0,36%	-0,37%	-0,29%

Źródło: dane według: <https://pl.investing.com>; <https://strefainwestorow.pl/artykuly/obligacje/20160728/do-klubu-ujemnych-rentownosci-nalezy-juz-17-panstw-zobacz-ktorych>, dostęp: 25.04.2017.

Analizując powyższe dane i zestawiając je w kategorii oceny hierarchii trzech składników inwestycji, jakimi są: czas, zysk i bezpieczeństwo, można przyjąć założenie graniczące z pewnością, że czasy obecne (zwłaszcza okres po 2008 r.) przyniosły prawdziwą rewolucję w tym obszarze. Inwestorzy, alokując swój kapitał w aktywa bezpieczne, które nie gwarantują zysku zarówno w średnim, jak i długim terminie, dowiedli, że priorytetem jest bezpieczeństwo – zysk odsunięty został na drugie lub nawet trzecie miejsce.

1.4. Identyfikacja ryzyka

Wydarzenia na rynkach kapitałowych z ostatnich lat są doskonałym przykładem tego, że delikatna równowaga pomiędzy ryzykami z obszarów bezpieczeństwa ekonomicznego wymiany handlowej sprzyja powstawaniu zaburzeń destabilizujących, które mają źródło w powiązanych środowiskach zewnętrznych²⁸. Determinantą destabilizacji w ogromnej mierze jest ryzyko.

Istotę pojęcia *ryzyko* doskonale sformułował Tomasz Michalski na podstawie prac nad ryzykiem ubezpieczeniowym. Swoje wnioski ujął on w następujący sposób²⁹:

1. Ryzyko **nie jest zjawiskiem jednorodnym**, a zatem nie jest możliwe podanie jego uniwersalnej, jednoznacznej definicji.
2. Ryzyko **występuje w co najmniej dwóch różnych aspektach**, a mianowicie w aspekcie obiektywnym i subiektywnym.

²⁸J. Klepacki, *Ryzyko walutowe – nyznacznik...*, *op. cit.* [w:] K. Raczkowski (red. nauk.), *Bezpieczeństwo ekonomiczne...*, *op. cit.*, s. 655.

²⁹J. Monkiewicz, *Podstawy ubezpieczeń – mechanizmy i funkcje*, t. 1, Warszawa 2000, s. 27.

3. Ryzyko **może być badane w różnych kontekstach**, jako: niebezpieczeństwo, hazard, niepewność, prawdopodobieństwo.
4. Ryzyko **jest czymś zmiennym i stadialnym** (dzielącym się na części), tzn. raczej jest procesem niż stanem świata zewnętrznego.

Podział ryzyka na części w literaturze przedmiotu jest spotykany bardzo często. Mówiąc o tzw. ryzyku całkowitym, zazwyczaj mamy na myśli:

- a) ryzyko niesystematyczne – charakteryzuje ono wyłącznie dany walor, a generalną zasadą jest, że **ryzyko to można znacząco ograniczyć**, budując dobrze zdywersyfikowany portfel inwestycyjny;
- b) ryzyko systematyczne (rynkowe) – jest związane ze zmianami zachodzącymi na całym rynku i **nie można go ograniczyć ani tym bardziej wyeliminować**.

Jeśli chodzi o relacje zależności między oczekiwanym dochodem a ryzykiem, wypracowano wiele modeli teoretycznych. Znacząca ich część, w mniejszym lub większym stopniu, nawiązuje do przełomowej teorii portfelowej Harry'ego Markowitza, który w 1952 r. w artykule pt. *Portfolio Selection*, opublikowanym w „The Journal of Finance”, zaprezentował normatywną teorię doboru aktywów do portfela inwestycyjnego³⁰. Podkreślić należy, że teoria portfelowa w momencie powstania była pierwszym modelem świadomego wyboru z wypracowanym założeniem kompromisu między wyrażnie dookreślonym ryzykiem a oczekiwaną stopą zwrotu.

Jednym z prostszych modeli opisujących relację zależności oczekiwanej stopy zwrotu do ryzyka jest SML (ang. *security market line*), czyli linia rynku papierów wartościowych (zob. wykres 3).

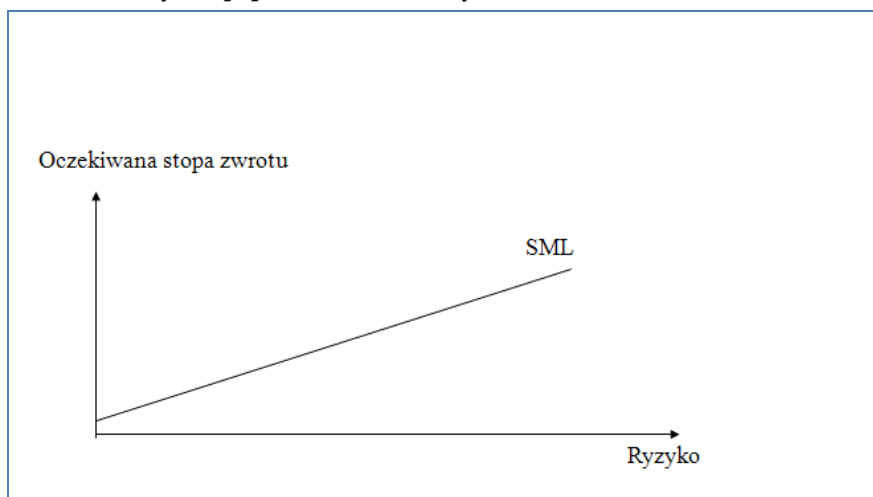
SML stanowi zbiór punktów odpowiadających portfelom będącym w równowadze, tzn. takim, których wycena jest adekwatna do związanego z nimi ryzyka. Jest to linia, która opisuje zależność stopy zwrotu danego portfela inwestycyjnego od jego ryzyka systematycznego (rynkowego), wyrażonego współczynnikiem *beta* portfela dla rynku pozostającego w równowadze³¹.

Jeżeli stopa dochodu od danej akcji leży poniżej SML, lokaty w tej akcji nie są bezpieczne, gdyż dochód z nich nie rekompensuje **ryzyka specyficznego**. Natomiast stopa dochodu od akcji położona powyżej SML wskazuje, że lokaty w akcjach są bezpieczne, gdyż dochód rekompensuje **ryzyko rynkowe i ryzyko specyficzne łącznie**.

³⁰ H. Markowitz, *Portfolio Selection*, „The Journal of Finance” 1952, Vol. 7, No. 1, ss. 77–91.

³¹ <http://www.certuscapital.pl/slownik/SML>, dostęp: 05.04.2017.

Wykres 3. Linia rynku papierów wartościowych – SML



Źródło: opracowanie własne.

Nachylenie SML do osi odciętych **zależy od ryzyka rynkowego**, a więc **jest mniejsze w okresach dobrej i stabilnej koniunktury**, większe zaś **w okresie wahań koniunkturalnych i związanej z tym zwiększonej niepewności** co do dochodowości lokat w akcjach przedsiębiorstw.

Nachylenie linii rynku papierów wartościowych wskazuje zwrot na jednostkę ryzyka wymaganą przez wszystkich inwestorów. Zakładając, że linia ta jest linią prostą, można dla każdego jej punktu obliczyć premię za ryzyko (RP), korzystając z równania³²:

$$RP = R - RFR$$

gdzie:

RP – premia za ryzyko określonych aktywów,

R – oczekiwany zwrot z aktywów,

RFR – oczekiwana stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka.

Możliwe są trzy rodzaje zmian na SML:

³² <https://www.coursehero.com/file/p302i7c/risk-financial-risk-liquidity-risk-exchange-rate-risk-and-country-risk/>, dostęp: 06.04.2017.

- indywidualna inwestycja może zmieniać swoją pozycję na SML z powodu występujących zmian ryzyka,
- może zmieniać się nachylenie SML ze względu na skłonność inwestorów do ponoszenia ryzyka,
- położenie SML może ulec zmianie wraz z równoległymi zmianami oczekiwanej stopy wzrostu gospodarczego, warunków funkcjonowania rynku kapitałowego lub oczekiwanej stopy inflacji.

Podsumowując, stwierdzić należy, że koncepcja linii rynku papierów wartościowych (SML) jest jedną z częściej stosowanych w praktyce. Warto jednak pamiętać, że utrzymując założenie określonej relacji oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka, nawiązuje ona do dość kontrowersyjnej koncepcji dążenia inwestora do podejmowania decyzji w ramach najbardziej racjonalnego wyboru. Praktyka rynkowa, szczególnie ta w obszarze rynków nacechowanych ponadprzeciętnym ryzykiem (rynkowym i nierynkowym), np. rynek papierów wartościowych lub (tym bardziej) rynek walutowy, pokazuje, że racjonalność jest bardzo często detronizowana przez inne czynniki, a mianowicie:

- emocje,
- chciwość,
- niechęć do przyjmowania straty.

1.5. Alokacja zasobów

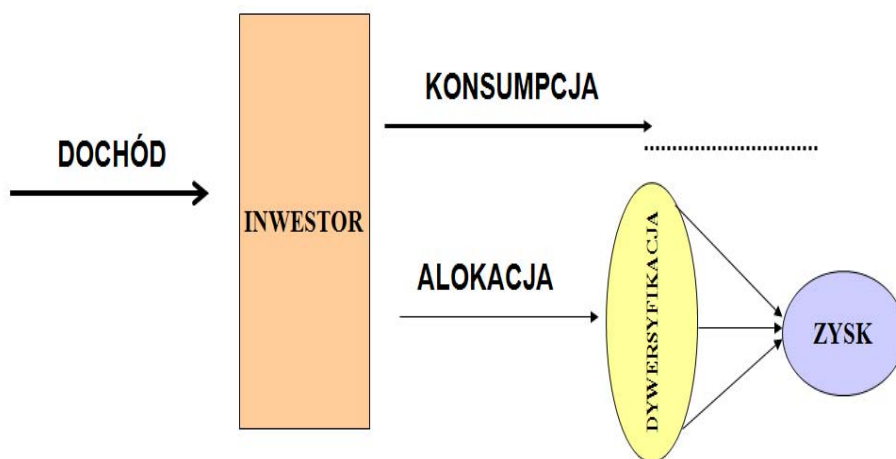
Z założenia przyjąć należy, że *alokacja zasobów* jest to proces polegający na podejmowaniu decyzji, w jaki sposób dystrybuować środki gospodarcze inwestora (w tym kapitał) w różnych obszarach i jak rozdzielać składniki majątku między różne cele inwestycyjne.

Decyzje alokacyjne podejmowane przez podmioty stanowią odzwierciedlenie ich reakcji na zachodzące na rynku zmiany. Innymi słowy: inwestorzy, czyli uczestnicy rynku, obserwują zmiany zachodzące na rynku i odpowiednio na nie reagują. Reakcję taką wyraża nie tylko ilość angażowanego kapitału, ale również wybór określonych walorów. Przykładowo (w odniesieniu do rynku kapitałowego): w sytuacji, kiedy mamy do czynienia z silnymi jednokierunkowymi tendencjami, np. silnymi długoterminowymi wzrostami cen złota, inwestorzy, reagując na trend, zwiększają alokację kapitału w ten wa-

lor, dokonując jego zakupu, jednocześnie ograniczają ilość kapitału w innych aktywach – szczególnie tych uważanych za ryzykogenne, czyli np. w akcjach. Ograniczenie to wynika z faktu przesuwania wag kapitału (udział kapitału w danym walorze wyrażony procentowo) oraz tego, że inwestycje w złoto uważane są za typową „bezpieczną przystań”. Jeśli zatem ceny złota gwałtownie rosną, to ten wzrost utożsamiany jest z ryzykiem wzrostu niepewności na całym rynku finansowym. W sytuacji, kiedy na rynku dominują silne spadki (załamanie na rynkach, krach) inwestorzy ewakuują się gwałtownie, redukując zaangażowanie kapitałowe i przenosząc je w kierunku bezpiecznych aktywów, np. złota. Jeśli jednak na rynku nie ma silnie i długoterminowo wykrywalnych tendencji, inwestorzy, chcąc zminimalizować ryzyko straty, czasowo ograniczają swoją aktywność. Rynek wówczas zazwyczaj robi się płytszy, jest mniejszy przepływ kapitału wskutek mniejszej liczby zawieranych transakcji, co z kolei zwiększa jego wrażliwość na bodźce zewnętrzne, np. interwencje lub też zaskakujące odczyty danych makroekonomicznych.

Należy pamiętać, że proces alokacji kapitału mający na celu wygenerowanie określonego zysku dotyczy jedynie wydzielonej części środków (zob. rysunek 1).

Rysunek 1. Proces alokacji zasobów pieniężnych



Źródło: opracowanie własne.

Przedstawiony na rysunku 1 schemat odnosi się do alokacji z punktu widzenia obszaru, czyli rynku, na którym cena (wartość określonego waloru) kształtowana jest przez naturalne siły popytu i podaży. Nie zawsze jednak, i nie w każdej sytuacji, można mówić o wolnorynkowej strukturze rynku. Dlatego też alokacja zasobów i jej charakter, uzależniona jest też od struktury rynku, na którym dany zasób występuje. Rozróżniamy następujące struktury rynku³³:

1. Rynek konkurencyjny – jest to rodzaj rynku, na którym alokacja jest ustalana poprzez mechanizmy rynkowe, tj. popyt i podaż. Wartość (cena danego dobra), jest ustalana za pomocą przecięcia krzywej popytu i podaży. Na tym rynku dany walor jest optymalnie wyceniony.
2. Monopol różnicujący ceny – monopolista posiadający dany zasób jest w stanie sprzedać go po różnych cenach. Proces decyzyjny ma charakter subiektywny, a więc daleki od wypadkowych siły popytu i podaży. Zazwyczaj sprzedaż realizowana jest w drodze aukcji lub licytacji.
3. Monopol – monopolista określa w sposób dowolny cenę danego zasobu, która maksymalizuje jego zysk i jest zazwyczaj zdecydowanie wyższa od ceny na rynku konkurencyjnym. Może on sztucznie regulować podaż i ograniczać dostępność danego zasobu, co prowadzi do nieefektywności rynku.
4. Rynek regulowany – to rynek, na którym cena zasobów jest ustalana odgórnie przez organizację lub rząd. Może tu wystąpić wyprzedawanie zasobów poniżej ich wartości, co powoduje przewagę popytu nad podażą. Rynki tego typu mają tendencję do stopniowego braku efektywności³⁴.

Czynniki wpływające na efektywność alokacji zasobów mogą mieć charakter zewnętrzny i wewnętrzny.

W literaturze przedmiotu, zaznacza się, że mówiąc o efektywnej alokacji zasobów, uwzględnić należy taką sytuację dla danego zbioru gustów konsumentów (jeśli niemożliwe jest przejście do innej alokacji), która polepszyłaby położenie niektórych ludzi bez szkody dla innych³⁵. Jest to efektywność alokacji zasobów według Pareta – praca ekonomisty Vilfreda Pareta pt. *Manuel*

³³ D. Begg, *Mikroekonomia*, Warszawa 2003, ss. 42–44.

³⁴ <https://www.experto24.pl/firma/zarzadzanie-strategiczne/czym-jest-alokacja-zasobow.html?cid=K000KN>, dostęp: 14.08.2017.

³⁵ D. Begg, *Mikroekonomia*, *op. cit.*, s. 427.

d'économie politique, w której opisuje tę zasadę, ukazała się w 1909 r.³⁶ Ze względu na silnie akcentowany w tej regule czynnik wartościujący w kontekście dystrybucji dóbr, podkreślić należy, że ma ona ograniczoną wartość jako obiektywne kryterium oceny różnych alokacji pod kątem ich rzeczywistej efektywności.

Z punktu widzenia uczestnika procesu alokacji zasobów wyróżnić można określone kategorie decyzji, a mianowicie:

1. Jakie kategorie zasobów będą brane pod uwagę w programie (strategii) inwestowania?
2. Jaki system wag zostanie przypisany do każdej kategorii zasobów?
3. Jakie będą procentowe przydziały określające proporcje poszczególnych kategorii zasobów w portfelu?
4. Jakie konkretne walory zostaną zakupione?

Stopień efektywności alokacji zasobów w znacznej mierze uzależniony jest od stopnia dostosowania się do zmiennego otoczenia zewnętrznego oraz działań ochronnych (zabezpieczających tzw. ryzyko negatywne). Jednym z takich działań ochronnych jest **dywersyfikacja**³⁷, rozumiana jako urozmaicenie (rozproszenie) i rozszerzenie celów procesu inwestycyjnego na różne dziedziny w celu zminimalizowania ewentualnych strat (zob. rysunek 2).

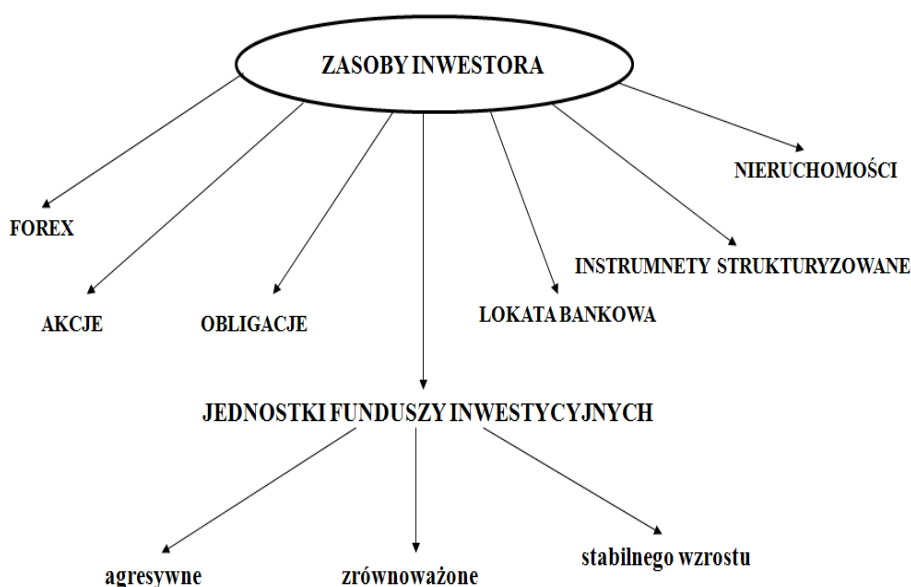
Znaczenie dywersyfikacji jest obecnie nie do przecenienia. Szybki lub wręcz błyskawiczny transfer informacji, determinujący dynamikę i kierunek potencjalnych zmian cen walorów, powoduje, że pojęcie tzw. **aktywnego inwestowania za pomocą zarządzania portfelem** nabiera nowego sensu. Dywersyfikując portfel, pamiętać jednak należy, że wybór innego waloru (np. papieru wartościowego) nie zawsze oznacza, że jego cena (jej przebieg, dynamika i kierunek zmian) zawsze będzie zróżnicowana pod kątem kierunku zmiany cen posiadanych walorów. Są bowiem walory, których kierunki i dynamika kształtowania się cen są ze sobą wyraźnie (powyżej 0,7) skorelo-

³⁶ V. Pareto, *Manuel d'économie politique*, Paris 1909; (tłum. ang.) V. Pareto, *Manual Political of Economy*, ed. by A. S. Schwier, A. N. Page, New York 1971.

³⁷ Pojęcie *dywersyfikacja* pochodzi z języka łacińskiego i oznacza „różnorodność”, „różnicowanie”, „urozmaicenie”. Historycznie rzecz ujmując: w pierwszej połowie XX w. termin *dywersyfikacja* został zaadaptowany do potrzeb nauk ekonomicznych początkowo przez dziedzinę finansów i ekonomii, a nieco później przez naukę o zarządzaniu. Do dzisiaj jednak reprezentanci wskazanych dyscyplin odmiennie rozumieją to pojęcie.

wane w ujęciu dodatnim, innymi słowy: ich ceny zachowują się bardzo podobnie. Dlatego proces dywersyfikacji należy poprzedzić odpowiednią analizą.

Rysunek 2. Proces dywersyfikacji w ramach alokacji zasobów pieniężnych



Źródło: opracowanie własne.

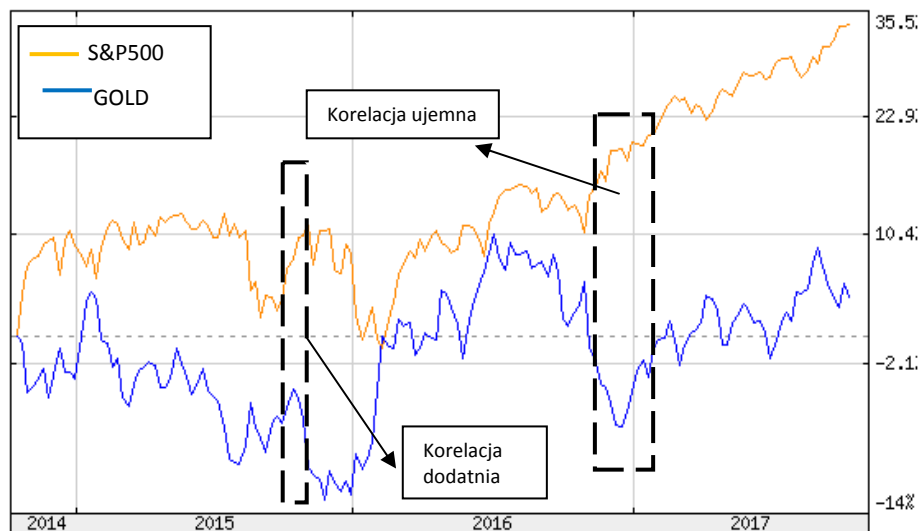
Głównym celem dobrze przeprowadzonej dywersyfikacji jest zwiększenie bezpieczeństwa inwestycji, czyli ograniczenie ryzyka potencjalnej straty. Często w praktyce równoznaczne jest to również z ograniczaniem ryzyka pozytywnego, czyli skali potencjalnego zysku. Doskonałym przykładem może być porównanie zmian kierunku cen na rynku akcji (walorów o podwyższonym ryzyku) i rynku złota (zob. wykres 4).

Analiza przebiegu zmian cen na tych dwóch rynkach (akcje i złoto) pokazuje, że zjawisko dywersyfikacji może mieć charakter czasowy, co oznacza, że dokonując dywersyfikacji, nie należy jej traktować jako trwałej i niezmiennej i że jej efektywność w zakresie ochrony przed stratą może być ograniczona czasowo.

Efektywna dywersyfikacja alokacji zasobów ma miejsce wówczas, gdy inwestycja w określone aktywa dokonana jest w taki sposób, że zmiany cen

tych aktywów mają ujemną korelację (cena jednego waloru rośnie, a drugiego w tym samym czasie proporcjonalnie spada) lub kiedy korelacja w ogóle nie zachodzi.

Wykres 4. Efektywność dywersyfikacji alokacji: rynek akcji (S&P500) vs rynek złota



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych według: <https://stoq.pl/q/?s=%5Csp500&d=20180118&c=3y&t=l&a=lg&b=0&r=xauusd>, dostęp: 6.04.2017.

Ciekawe stanowisko na temat dywersyfikacji w procesie zarządzania i inwestowania reprezentuje jeden z największych autorytetów praktycznego lokowania kapitału **Warren Buffett**. Uważa on, że „Dywersyfikacja jest ochroną przed ignorancją. Ma ona niewielki sens dla tych, co nie wiedzą, co czynią”³⁸. Takie podejście W. Buffetta doskonale odzwierciedla wielopłaszczyznowość interpretacyjną dywersyfikacji. Zgodnie z koncepcją najsłynniejszego inwestora świata mówić można o niej w dwóch aspektach i w związku z tym wyróżnić dywersyfikację tzw. szeroką i wąską. Z dywersyfikacją szeroką mamy do czynienia w przypadku inwestorów, którzy „nie wiedzą, co czynią”, innymi słowy: zwiększają liczbę i rodzaj walorów w swoich portfelach, nie poprzedzając tego dogłębną analizą. Dywersyfikacja wąska ma charakter ograniczony i wyspecjalizowany. Jest swoistą tarczą, gdyż realizując swój główny cel, czyli ograniczając ryzyko straty, jednocześnie minimalizuje lub

³⁸ <http://przeplwyypieniczne.pl/warren-buffett-ignorantem-pare-slow-o-dywersyfikacji/>, dostęp: 15.08.2017.

wręcz uniemożliwia wygenerowanie zysku. Nie powinno więc dziwić, że najsłynniejszy inwestor świata nie traktuje jej jako narzędzia służącego do pomnażania kapitału.

1.6. Inwestor indywidualny: cykl życia i cele inwestycyjne

Analizując zachowania inwestorów, ze szczególnym uwzględnieniem inwestorów indywidualnych, czyli osób fizycznych, przyjąć należy, że nasilenie ich działań inwestycyjnych uzależnione jest od kilku czynników. Te najbardziej oczywiste to:

- a) dostęp do kapitału,
- b) uwarunkowania otoczenia zewnętrznego,
- c) wiedza i doświadczenie,
- d) płeć,
- e) wiek.

Model cyklu życia inwestora indywidualnego, stworzony na podstawie badań amerykańskich naukowców, obrazuje zmianę skłonności do ryzyka w zależności od wieku inwestora. Warto podkreślić, że odnosi się on do tzw. inwestora indywidualnego, czyli potencjalnego Smitha, który zdecydował się zainwestować w walory notowane na giełdzie papierów wartościowych. Informacja ta jest o tyle istotna, że obok inwestorów indywidualnych (osób fizycznych) dużą grupę stanowią również podmioty gospodarcze (firmy), które w ujęciu statystycznym odpowiadają za znaczący przepływ kapitałów.

Obecnie modelowy cykl życia inwestora indywidualnego (zob. wykres 5) traktować należy jedynie jako wyznacznik pewnych klasycznych i racjonalnych zachowań występujących w ramach czterech podstawowych faz jego życia.

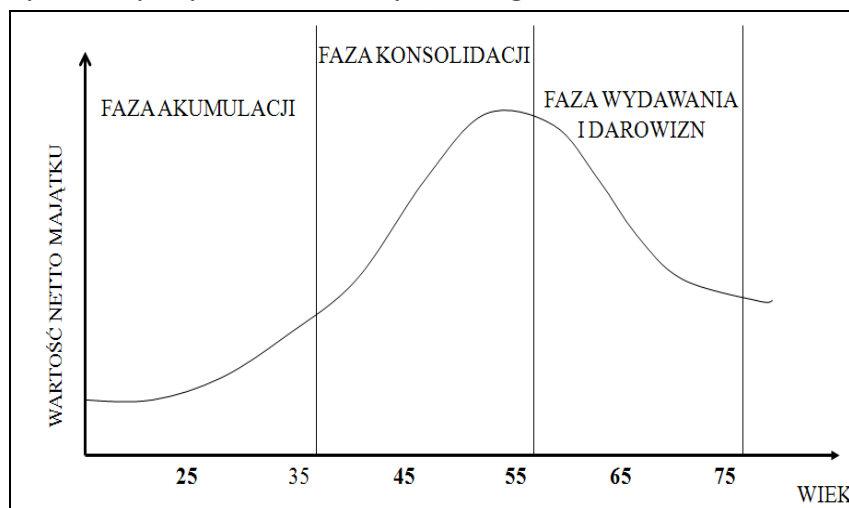
Fazy występujące w cyklu życia inwestora to³⁹:

1. **Faza akumulacji** – trwa ona do ok. 37 roku życia inwestora. Wartość netto posiadanego przez niego w tym okresie majątku jest niewielka, natomiast jego zadłużenie w tym samym czasie jest znaczące, np. ze względu na zakup nowego samochodu czy wzięcie kredytu studenckiego lub/i hipotecznego. W fazie tej dokonywane są inwestycje o dość dużym stopniu ryzyka.

³⁹ F. K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza...*, *op. cit.*, ss. 69–71.

2. **Faza konsolidacji** – zgodnie z badaniami jest to zazwyczaj półmetek kariery zawodowej (wiek 37–57 lat), okres najwyższej produktywności. W fazie tej dochodzi do spłaty większości bieżącego zadłużenia, a zarobki przewyższają aktualne wydatki, co sprzyja inwestycjom. Typowy horyzont czasowy inwestycji to 20–30 lat. Skłonność do ryzyka zaczyna być ograniczana.

Wykres 5. Cykl życia inwestora indywidualnego



Źródło: opracowanie własne na podstawie: F. K. Reilly, K. C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, t. 1, Warszawa 2001, ss. 69–71.

3. **Faza wydawania** – rozpoczyna się ona w okresie przejścia inwestora na emeryturę. Znaczące ograniczenie generowania nowego dochodu wpływa bezpośrednio na zwiększenie ochrony zdobytego do tej pory kapitału. Jak wykazują badania, przejście na emeryturę w wieku ok. 65 lat powoduje wejście w okres, kiedy statystycznie pozostaje człowiekowi jeszcze ok. 20 lat życia. W tym czasie inwestor stara się wykorzystać wygenerowany do tej pory kapitał.
4. **Faza darowizn** – jest to okres zbliżony do fazy wydawania. Inwestor wykorzystuje nadwyżki finansowe np. w celu udzielenia pomocy rodzinie lub przyjaciółom. W odniesieniu do polskiego obszaru gospodarczego mówić można o wpieraniu dzieci, które próbują się usamodzielnąć, przez rodziców. W większych miastach pomoc taka oznacza zazwyczaj sfinansowanie

sowanie studiów czy też wsparcie finansowe w zakupie pierwszego mieszkania.

W ramach wyszczególnionych faz cyklu życia inwestora indywidualnego wskazać należy również na odmienność charakterystycznych dla tych okresów celów, wśród których najważniejsze są⁴⁰:

- cele krótkookresowe i o wysokim priorytecie – charakterystyczne dla pierwszego okresu życia inwestora (np. zakup pierwszego samochodu lub wycieczki);
- cele długookresowe i o wysokim priorytecie – związane z drugim, i z perspektywą trzeciego, okresu życia inwestora (np. składki na ubezpieczenie emerytalne);
- cele o niskim priorytecie – nie mają zasadniczego znaczenia i są typowe dla okresów odznaczających się wysokim pozyskaniem kapitału (np. zmiana wystroju domu lub wyjazd na drogie wakacje).

W przypadku inwestora indywidualnego można też mówić o typowych, charakterystycznych dla tej grupy inwestorów, czynnikach ograniczających. Są to najczęściej⁴¹:

- psychika,
- płynność waloru,
- horyzont czasowy inwestora,
- obciążenia podatkowe,
- ograniczenia prawne i proceduralne,
- wydarzenia nieoczekiwane, np. silna wyżka lub spadek ceny.

Modelowy cykl życia inwestora indywidualnego jest dzisiaj jedynie punktem wyjścia do lepszego zrozumienia klasycznej ścieżki zachowań inwestycyjnych realizowanej przez osobę fizyczną. Czas bowiem nie jest jedynym kryterium możliwych zmian w profilu i cyklu życia inwestora indywidualnego. Innym, równie ważnym, jeśli nie ważniejszym, wskaźnikiem jest pochodzenie inwestora, a właściwie miejsce (kraj), gdzie dokonuje on transakcji i z którym się utożsamia. I tak na przykład inwestor pochodzący ze Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej (USA) różni się od analogicznego inwestora w Niemczech czy, tym bardziej, w Polsce. Różnice te wynikają m.in. ze stopnia znajomości rynku kapitałowego, wiedzy na jego temat, z możliwości

⁴⁰ *Ibidem*, Por. K. Borowski, *Finanse behawioralne. Modele*, Warszawa 2014.

⁴¹ Por. M. Czerwona, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*, Warszawa 2012.

inwestycyjnych, czyli wielkości kapitału, jakim dysponuje, awersji do ryzyka czy przeciętnego średniego okresu, w jakim inwestycja jest realizowana.

Bardzo ciekawie na tym tle prezentują się badania profilu indywidualnego inwestora z Niemiec i Polski, które co roku przeprowadzane są przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII)⁴². Badania takie realizowane są cyklicznie od ponad 10 lat. Te przeprowadzone w Polsce wskazują, że w 2014 r. „oszczędzanie na emeryturę” jako cel inwestowania na giełdzie wymienili mniej niż 2 % respondentów, a w 2016 r. – prawie 24 %. W roku 2016 największą grupę inwestorów stanowiły osoby mające 36–45 lat, natomiast w 2009 r. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie dominowali inwestorzy w wieku 26–35 lat⁴³.

Jak wynika z porównania, polski inwestor indywidualny nadal jest młodszy od swojego niemieckiego odpowiednika. Przeciętna osoba fizyczna inwestująca na giełdzie w Polsce ma 41 lat, akcje 7 spółek i portfel inwestycyjny o wartości około 50 tys. złotych. Z kolei w Niemczech inwestor indywidualny ma 55 lat, akcje ponad 20 spółek i portfel o wartości 50 tys. euro⁴⁴. Widać zatem nie tylko znaczące różnice w kryterium wieku, ale również (co istotniejsze) w strukturze portfela oraz jego wartości. Inwestor niemiecki, mając blisko trzykrotnie bardziej zróżnicowane walory, ma też do dyspozycji czterokrotnie większy kapitał. Ponadto zachodni inwestorzy indywidualni lokują swoje pieniądze w akcje na znacznie dłuższy czas, szukając głównie spółek dywidendowych. W Polsce zakup papierów wartościowych realizowany jest zazwyczaj na krótki lub średni okres, głównie w celu wygenerowania zysku na potencjalnejwyżce cen akcji.

Należy też dodać, że – wbrew pozorom – inwestorzy indywidualni nie stanowią najważniejszej i dominującej na rynku grupy. I tak na przykład w Polsce, jak wynika ze statystyk Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, ich udział w rynku (stan na 2016 r.) mieści się w przedziale kilkunastu procent. Generalnie przyjąć można (potwierdzają to badania statystyczne) regułę, że udział inwestorów indywidualnych (ta zmienna jest bardziej wrażliwa) w obrotach na

⁴² <http://biznes.onet.pl/gielda/wiadomosci/badanie-sii-profil-inwestorow-indywidualnych-w-polsce/npyzdl>, dostęp: 07.08.2017.

⁴³ *Ibidem*.

⁴⁴ <http://www.sii.org.pl/8867/edukacja-i-analazy/badania-i-rankingi/ogolnopolskie-badanie-inwestorow-obi-2017.html>, dostęp: 07.08.2017.

rynku głównym jest silnie dodatnio skorelowany z sytuacją na polskiej giełdzie⁴⁵. Do niedawna w czasach hossy ich udział znacznie rósł. I tak na przykład w latach 2006–2007 inwestorzy indywidualni odpowiadali za ponad 30% obrotów na Głównym Rynku GWP, a w 2009 r. – za 27%. Po 2009 r. ich udział w obrotach sukcesywnie malał wraz z malejącą zmiennością na rynku. W 2014 r. wynosił on 13 %, podczas gdy rok wcześniej – 15 %, a w 2012 r. – 18%⁴⁶.

⁴⁵ J. Klepacki, *Proces marginalizacji lokalnych rynków kapitałowych na przykładzie GPW w Warszawie* [w:] K. Raczkowski, S. Wojciechowska-Filipek (red. nauk.), *Wymiary zarządzania ryzykiem w obrocie gospodarczym*, Warszawa 2016.

⁴⁶ Na podstawie danych statystycznych GPW w Warszawie i Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, [online] <http://www.sii.org.pl/8658/aktualnosci/newsroom/udzial-inwestorow-indywidualnych-w-obrotach-na-gpw-rekordowo-niski-w-2014-roku.html>, dostęp: 11.07.2017.

2. ORGANIZACJA I FUNKCJONOWANIE RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

Gdyby spojrzeć na tzw. szeroko rozumiany rynek kapitałowy z perspektywy całej gospodarki rynkowej, to bez cienia przesady stwierdzić można, że obok rynku dóbr i usług oraz rynku pracy, jest to miejsce o kluczowym znaczeniu. Miejsce gwarantujące swobodny dostęp i transfer kapitałów w wymiarze rzeczywistym i nierzeczywistym. Próbując jak najlepiej zdefiniować rynek kapitałowy, podkreślić należy, że jest to ważny segment rynku finansowego, na którym dokonywane są emisje średnio- i długoterminowych instrumentów finansowych, takich jak akcje i obligacje, przeznaczonych na finansowanie inwestycji. Emisje te umożliwiają obrót kapitałem, ponieważ emitent, który otrzymał środki, przeznacza je na dalsze inwestycje i finansowanie rozwoju. Z kolei nabywający instrumenty finansowe inwestor uzyskuje możliwość lokacji nadwyżek finansowych, licząc na ponadprzeciętne korzyści finansowe w przyszłości. Zwyczajowo (ale także w przepisach prawnych wielu krajów) cezurą pomiędzy rynkiem pieniężnym a rynkiem kapitałowym jest termin zapadalności instrumentu finansowego wynoszący jeden rok⁴⁷. Z uwagi na wskazywany w literaturze przedmiotu typowy dla tego rynku termin zapadalności mówić można, że jest to rynek średnio- i długoterminowych kapitałów.

Do podstawowych funkcji tak rozumianego rynku kapitałowego należy⁴⁸:

- pozyskiwanie kapitału przez emitentów;

⁴⁷ Por. W. Śmid, *Boss...*, *op. cit.*; A. Dmowski, D. Prokopowicz, *Rynki...*, *op. cit.*

⁴⁸ M. Kachniewski, B. Majewski, P. Wasilewski, *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Publikacja wydana w ramach kursu e-learningowego: Giełda Papierów Wartościowych i rynek kapitałowy, realizowanego przez Fundację Edukacji Rynku Kapitałowego we współpracy z Fundacją Promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych, pod patronatem Komisji Nadzoru Finansowego oraz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2008, ss. 37–41.

- uzyskiwanie dochodów przez inwestorów, którzy udostępniają kapitał emitentom (np. dywidendy);
- efektywna alokacja środków w gospodarce;
- właściwa wycena instrumentów finansowych (papierów wartościowych) i towarzyszącego im ryzyka;
- rola wyznacznika zaufania inwestorów do gospodarki realnej;
- rola barometru koniunktury;
- wzmocnienie i przyspieszenie procesów innowacyjnych w gospodarce realnej.

Podstawowy podział rynku kapitałowego ze względu na rodzaj emisji :

1. Rynek pierwotny – miejsce nowych emisji papierów wartościowych. Spółka dokonuje emisji np. akcji, które są kupowane przez inwestorów. Środki pozyskane od inwestorów wykorzystywane są przez spółkę zgodnie z celami emisji. Kluczowe znaczenie ma tutaj przepływ kapitału od inwestorów do spółki-emitenta⁴⁹.
2. Rynek wtórny – jest to miejsce dokonywania transakcji papierami wartościowymi bez udziału emitenta, czyli po prostu giełda papierów wartościowych.

Rynek kapitałowy w największym stopniu utożsamiany jest z rynkiem papierów wartościowych. *Rynek papierów wartościowych* to obszar, w jakim nabywcy i sprzedający tworzą wzajemne więzi w celu dokonania transferu dóbr i/lub usług (zob. schemat 2).

Cechy charakterystyczne rynku papierów wartościowych:

- nie wymaga fizycznej alokacji zasobów, niezbędne jest jedynie, aby kupujący i sprzedający mogli się porozumieć w celu ustalenia istotnych warunków umowy;
- nie ma konieczności fizycznego posiadania przedmiotu transakcji, natomiast ważnymi kryteriami są: płynność inwestycji oraz niskie koszty dokonania transferu dóbr i/lub usług.

Rynek ten może funkcjonować zarówno wtedy, gdy występuje duża różnorodność dóbr i/lub usług, jak i zróżnicowana klientela – jego celem jest realizacja transferu towaru lub usługi za pośrednictwem kapitału.

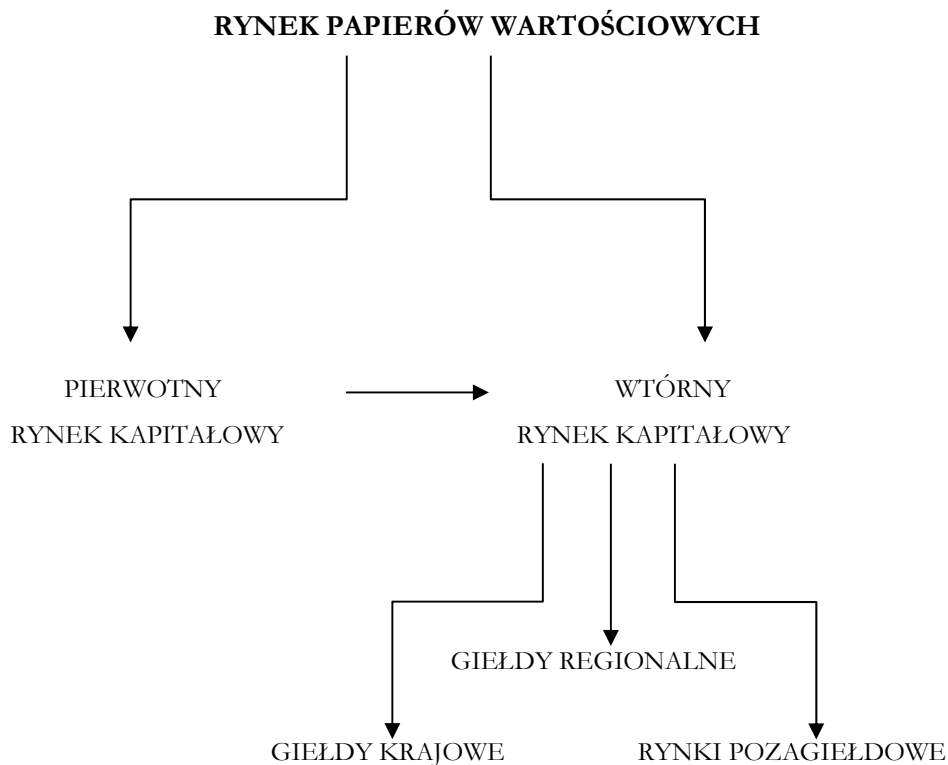
Rynek papierów wartościowych, a szerzej rynek kapitałowy, jest jednym z kluczowych filarów prawdziwej gospodarki wolnorynkowej, czyli takiej,

⁴⁹ *Ibidem*, s. 27.

w której cena wyznaczana jest w wyniku naturalnego ścierania się popytu i podaży. Rynek kapitałowy jako taki charakteryzuje się określonymi atrybutami. Do tych najważniejszych należą:

- powszechny dostęp do informacji,
- płynność rynku,
- głębokość rynku,
- niski koszt transakcji (określany w literaturze przedmiotu jako efektywność wewnętrzna),
- efektywność informacyjna, czyli możliwość szybkiego zmieniania się cen walorów w wyniku napływu ogólnie dostępnych informacji (efektywność zewnętrzna).

Schemat 2. Organizacja rynku papierów wartościowych



Źródło: opracowanie własne.

Globalny rynek kapitałowy to nic innego jak powiązane ze sobą główne światowe giełdy papierów wartościowych. Do najbardziej znaczących giełd należą:

1. **New York Stock Exchange (NYSE)** – tzw. stara giełda nowojorska, notowane są tam głównie spółki tzw. „starej ekonomii”. Tworzy obecnie największy zorganizowany rynek papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych. Założona została w 1817 r. jako Nowojorska Giełda Akcji i Wymiany. Przeciętny dzienny obrót wynosi około 1,46 mld walorów o wartości 46,1 mld USD⁵⁰. W 2007 r. giełda nowojorska połączyła się z europejską platformą handlu Euronext skupiającą giełdy w: Paryżu, Brukseli, Lizbonie oraz Amsterdamie. Ta ostatnia jest najstarszą giełdą papierów wartościowych na świecie, rozpoczęła działalność w XVI w.
2. **National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (NASDAQ)** – amerykańska giełda elektroniczna notująca głównie spółki internetowe. NASDAQ została uruchomiona 8 lutego 1971 r. jako pierwszy całkowicie elektroniczny system obrotu papierami wartościowymi na świecie⁵¹.
3. **London Stock Exchange (LSE)** – giełda londyńska, od 1973 r. funkcjonuje ona jako giełda papierów wartościowych Wielkiej Brytanii i Irlandii, z jednostkami operacyjnymi w Londynie, Dublinie i sześciu innych miastach. Statystycznie rzecz biorąc, to jedna z największych pod względem obrotów giełda papierów wartościowych na świecie. Założona została w 1801 r. w Londynie⁵². Głównym indeksem, będącym barometrem kondycji brytyjskiej gospodarki, jest **FTSE 100**, potocznie nazywamy *footsie*. Indeks ten obejmuje 100 największych spółek notowanych na londyńskiej giełdzie, spełniających wymagania dotyczące zarówno kapitalizacji, jak i płynności. Co ciekawe, 100 spółek wchodzących w skład *footsie* stanowi ok. 80% kapitalizacji całej londyńskiej giełdy. Istotne zmiany nastąpić mogą wskutek brexitu.
4. **Giełda we Frankfurcie nad Menem** – to jedna z największych i najbardziej znaczących giełd w Europie. Jej zarządcą i operatorem jest spółka Deutsche Börse. Pod względem kapitalizacji notowanych spółek giełda we Frankfurcie plasuje się na dziesiątym miejscu wśród największych parkietów świata. Główny indeks niemieckiej giełdy, czyli DAX,

⁵⁰ <https://www.nyse.com/index>, dostęp: 18.04.2017.

⁵¹ <http://www.nasdaq.com/>, dostęp: 18.04.2017.

⁵² <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>, dostęp: 18.04.2017.

jest jednym z trzech najważniejszych w Europie, zaraz po brytyjskim FTSE 100, a przed francuskim CAC 40. DAX odzwierciedla wartość akcji 30 największych spółek notowanych na giełdzie we Frankfurcie⁵³.

5. **Euronext** – to platforma handlu giełdowego stworzona 22 sierpnia 2000 r. przez giełdę paryską, amsterdamską i brukselską, do których później dołączyła też giełda w Lizbonie. Jest to giełda elektroniczna.
6. **Shenzhen Stock Exchange** – to jedna z trzech chińskich giełd, formalnie została założona w 1990 r. Indeksy SZSE Component, SZSE Composite i SZSE 100 notują łącznie aż ok. 1700 spółek.
7. **Giełdy azjatyckie:**
 - **Giełda w Tokio, czyli Tokijska Giełda Papierów Wartościowych (TSE)** – jest to giełda dominująca na rynku japońskim. Szacunki wskazują, że ok. 83% wartości obrotów rynku w Japonii są dokonywane na TSE. Tokijska Giełda Papierów Wartościowych założona została w 1878 r. Co ciekawe, na początku lat 90. była największą giełdą świata i obejmowała 60% światowego handlu papierami wartościowymi. Tokijska giełda jest trzecią na świecie, rywalizując o tę pozycję z giełdą londyńską⁵⁴. Główny indeks giełdowy to Nikkei 225, obejmujący notowania 225 największych spółek Tokijskiej Giełdy Papierów Wartościowych;
 - **Giełda w Hongkongu** – jest ona szóstą na świecie giełdą pod względem kapitalizacji;
 - **Giełda w Szanghaju, czyli Shanghai Stock Exchange** – jest piątą na świecie giełdą pod względem kapitalizacji.

2.1. Główne instytucje rynku kapitałowego w Polsce

Struktura rynku kapitałowego w ujęciu podmiotowym, czyli z uwzględnieniem tworzących go głównych instytucji, nie ma charakteru monolitycznego. Jest złożona i ruchoma, dostosowuje się do zmiennego otoczenia zewnętrznego – zarówno do wydarzeń cyklicznych, jak i tych identyfikowanych jako jednorodne, nagłe i nieoczekiwane.

⁵³ <https://www.moneymakers.pl/blog/najwieksze-gieldy-swiata-i-indeksy>, dostęp: 18.04.2017.

⁵⁴ *Ibidem*.

Światowy kryzys finansowy z lat 2008–2009 dobitnie udowodnił, że nadzór i kontrola nad rynkiem kapitałowym instytucji do tego powołanych powinny mieć charakter elastyczny i aktywny. Ciekawym tego przykładem, szczególnie na tle dobrze ukształtowanego europejskiego rynku kapitałowego, jest rynek polski.

Polski rynek kapitałowy jest rynkiem ciągle bardzo młodym (działa od 1991 r.), nadal rozwija się i kształtuje. Tworzące go określone grupy podmiotów dopasowane są do jego zasięgu, specyfiki i ram. Ich zadania i obowiązki zostały określone przepisami regulującymi funkcjonowanie poszczególnych rynków.

Organizatorem i koordynatorem rynku giełdowego jest **Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA (GPW)**. Jest to bez wątpienia sztandarowa instytucja, najbardziej rozpoznawalna i powszechnie kojarzona z akcjami. Z kolei organizatorem rynku pozagiełdowego jest **BondSpot SA**. Obie te instytucje mają charakter nie tylko operacyjno-organizacyjny, ale również prawodawczy w zakresie systemów obrotu instrumentami finansowymi prowadzonego przez te podmioty.

Nadzór nad rynkiem regulowanym sprawuje **Komisja Nadzoru Finansowego (KNF)**. Jej szerokie kompetencje określone są przepisami prawa. Trzy główne obszary, w których działa Komisja Nadzoru Finansowego to⁵⁵:

- a) Regulacja – KNF opracowuje i opiniuje projekty aktów prawnych dotyczących funkcjonowania rynku kapitałowego oraz współpracuje z zagranicznymi organami nadzoru nad rynkami finansowymi.
- b) Nadzór – KNF sprawuje funkcję nadzorczą przez udzielanie zezwoleń m.in. na prowadzenie działalności maklerskiej. Zatwierdza również prospekty emisyjne i memoranda informacyjne, a także licencjonuje maklerów oraz doradców inwestycyjnych.
- c) Kontrola – KNF umożliwia wejście do pomieszczeń nadzorowanego podmiotu i dokonanie kontroli w zakresie przestrzegania prawa czy też warunków udzielonych zezwoleń. Ma możliwość nałożenia sankcji na uczestników rynku – wśród tych najbardziej dotkliwych należy wymienić, oprócz wysokich kar finansowych, wykluczenie papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym.

⁵⁵ <https://www.edukacjagieldowa.pl/gieldowe-abc/pierwsze-kroki/instytucje-ryнку-kapitałowego-knf-kdpw-gpw/#instytucje-ryнку-kapita%C5%82owego-knf-kdpw-gpw>, dostęp: 14.10.2017.

Kolejną instytucją o znaczeniu fundamentalnym dla prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce jest **Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA (KDPW)**. To centralna instytucja prowadząca i nadzorująca system depozytowo-rozliczeniowy w zakresie obrotu instrumentami finansowymi. Gwarantuje wysoki standard bezpieczeństwa rozliczeń. Jest też bezpośrednim koordynatorem połączeń elektronicznych z giełdą i uczestnikami KDPW, co zapewnia szybkie dokonywanie transferów papierów wartościowych pomiędzy kontami ewidencyjnymi. KDPW jest instytucją depozytowo-rozliczeniową, która podejmuje następujące działania:

- rejestruje zdematerializowane instrumenty finansowe,
- dokonuje rozliczania transakcji zawieranych na rynku regulowanym i w alternatywnym systemie obrotu.

Istotną rolę Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych na rynku kapitałowym jest również tworzenie połączeń operacyjnych (tzw. linków), dzięki którym możliwy jest rozrachunek transakcji zagranicznych spółek notowanych na GPW w formule *dual-listing*⁵⁶.

Wymieniając głównych uczestników rynku kapitałowego w Polsce, nie można pominąć znaczącej grupy tzw. **profesjonalnych pośredników**. Są to instytucje, za pośrednictwem których dokonywane są transakcje w ramach zorganizowanego obrotu giełdowego. W grupie tej znajdują się:

- domy maklerskie,
- banki,
- firmy inwestycyjne, które nie mają licencji domu maklerskiego,
- banki prowadzące działalność maklerską.

Transakcji na giełdzie może dokonywać wyłącznie podmiot do tego uprawniony tzw. członek giełdy. Co do zasady, członkiem giełdy może zostać: firma inwestycyjna, podmiot niebędący firmą inwestycyjną, a będący uczestnikiem KDPW, zawierający transakcje giełdowe wyłącznie na rachunek własny lub inny podmiot niebędący uczestnikiem KDPW, zawierający transakcje giełdowe wyłącznie na rachunek własny – pod warunkiem wskazania podmiotu będącego uczestnikiem KDPW, który zobowiązał się do wypełniania obowiązków w związku z rozliczaniem zawartych transakcji. Każdy podmiot, który nie posiada statusu członka giełdy może dokonywać

⁵⁶ *Ibidem*.

obrotu instrumentami finansowymi wyłącznie za pośrednictwem uprawnionego podmiotu⁵⁷.

Instytucja, która odgrywa coraz większą rolę w obszarze szeroko rozumianego rynku finansowego, w tym też rynku kapitałowego, jest **Narodowy Bank Polski**. Transformacja funkcji, znaczenia i roli głównych instytucji polskiego rynku kapitałowego doprowadziła do dyskusji na temat zasadności wchłonięcia Komisji Nadzoru Finansowego przez Narodowy Bank Polski. Jest to klasyczny przykład powrotu do centralizacji w zakresie funkcji nadzorczych i kontrolnych. O zaawansowaniu działań w tym zakresie świadczyć może fakt szeroko zakrojonych prac nad projektem, popieranym przez prezesa NBP, tzw. unii personalnej między NBP a KNF. Prezes Adam Glapiński stalby się przewodniczącym komisji. Desygnowałby do niej trzech zastępców (obecny przewodniczący KNF ma ich dwóch), zmieniłby się też skład komisji, bo swojego przedstawiciela straciłoby Ministerstwo na rzecz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Działania takie, co do zasady, według twórców projektu, mają poprawić koordynację decyzji urzędniczych w tzw. sytuacjach kryzysowych. Przyjąć też należy, że taka integracja służyć będzie np. przyspieszonej wymianie informacji i szybszemu podejmowaniu decyzji. Z drugiej jednak strony nie można zapominać, że nadzór nad bankami należał już kilka lat temu do NBP. Oddzielnie działały wtedy jednak instytucje nadzorujące towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne i giełdę. W 2006 r. połączono wszystkie organa nadzorujące w jeden, tj. Komisję Nadzoru Finansowego, a jednocześnie odłączono je od NBP.

2.1.1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie⁵⁸

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA – to instytucja publiczna mająca na celu zapewnienie możliwości obrotu papierami wartościowymi dopuszczonymi do obrotu giełdowego. Wymiana taka regulowana jest przez regulamin giełdy, Komisję Nadzoru Finansowego (19 września 2006 r. zastąpiła ona Komisję Papierów Wartościowych i Giełd) oraz akty prawne, takie jak:

- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz Ustawa z dnia 10 lutego 2017 r. o zmianie Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2017 r. poz. 724);

⁵⁷ Por. A. Szelągowska (red), *Instytucje rynku finansowego w Polsce*, Warszawa 2007.

⁵⁸ https://www.gpw.pl/o_gpw, dostęp: 18.04.2017.

- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2005 r. Nr 184 poz. 153);
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2017 r. poz. 1480).

Geneza warszawskiej giełdy

Pierwsza giełda papierów wartościowych w Polsce otwarta została w Warszawie **12 maja 1817 r.** Sesje odbywały się w godzinach 12.00–13.00. W XIX w. przedmiotem handlu na giełdzie warszawskiej były przede wszystkim weksle i obligacje. Handel akcjami rozwinął się na szerszą skalę w drugiej połowie XIX w. W okresie między I a II wojną światową giełdy w Polsce działały na podstawie Rozporządzenia Prezydenta RP z 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd (Dz. U. z 1924 r. Nr 114 poz. 1020). Oprócz giełdy warszawskiej istniały także giełdy papierów wartościowych w: Katowicach, Krakowie, Lwowie, Łodzi, Poznaniu i Wilnie. Podstawowe znaczenie miała jednak giełda w Warszawie, na której koncentrowało się 90% obrotów. W 1938 r. na warszawskiej giełdzie notowano 130 papierów: obligacje (państwowe, bankowe, municypalne), listy zastawne oraz akcje. Z chwilą wybuchu II wojny światowej giełda w Warszawie została zamknięta⁵⁹. Wprawdzie po 1945 r. podjęto próby reaktywowania działalności giełd w Polsce, jednak ich istnienie było nie do pogodzenia z narzuconym systemem gospodarki centralnie planowanej. We wrześniu 1989 r. nowy, niekomunistyczny rząd rozpoczął program zmiany ustroju i odbudowy gospodarki rynkowej. Głównym motorem zmian strukturalnych była prywatyzacja i rozwój rynku kapitałowego⁶⁰.

W niecały miesiąc po uchwaleniu przez Sejm Ustawy z dn. 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. z 1991 r. Nr 35 poz. 155), tj. 12 kwietnia 1991 r., Minister Przekształceń Własnościowych i Minister Finansów reprezentujący Skarb Państwa podpisali akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Cztery dni później, **16 kwietnia 1991 r.** odbyła się pierwsza sesja giełdowa z udziałem 7 domów maklerskich, na której notowano akcje

⁵⁹ *Ibidem.*

⁶⁰ *Ibidem.*

5 spółek. Wpłynęło wówczas 112 zleceń kupna i sprzedaży, a łączny obrót giełdy wyniósł 1990 PLN (2 tys. USD)⁶¹.

Przedmiot działalności i władze giełdy

Głównym zadaniem GPW jest organizacja obrotu instrumentami finansowymi. Giełda zapewnia koncentrację w jednym miejscu i czasie ofert kupujących i sprzedających w celu wyznaczenia kursu i realizacji transakcji. Aby poprawić płynność notowanych instrumentów, członkowie giełdy lub inne instytucje finansowe mogą pełnić funkcję animatora rynku, składając (na podstawie odpowiedniej umowy z giełdą) zlecenia kupna lub sprzedaży danego instrumentu na własny rachunek⁶².

Działalność we wszystkich segmentach równoznaczna jest z organizowaniem i prowadzeniem przez spółki obrotu na czterech rynkach. Są to⁶³:

- **Główny Rynek GPW** – obrót akcjami, innymi instrumentami finansowymi o charakterze udziałowym oraz innymi instrumentami rynku kaskowego, a także instrumentami pochodnymi;
- **NewConnect** – obrót akcjami i innymi instrumentami finansowymi o charakterze udziałowym małych i średnich spółek;
- **Catalyst** – obrót obligacjami korporacyjnymi, komunalnymi, spółdzielczymi, skarbowymi, listami zastawnymi prowadzony przez GPW i BondSpot;
- **Treasury BondSpot Poland** – hurtowy obrót obligacjami skarbowymi prowadzony przez BondSpot.

Od I kwartału 2012 r. spółki dodatkowo organizują i prowadzą obrót na rynkach Towarowej Giełdy Energii SA (TGE, TGE SA), do których zaliczyć należy:

- **rynki energii** (Rynek Dnia Bieżącego, Rynek Dnia Następnego, Rynek Terminowy Towarowy, aukcje energii),
- Rynek Praw Majątkowych,
- Rynek Uprawnień do Emisji CO₂.

Władze spółki akcyjnej GPW w Warszawie to:

- Walne Zgromadzenie,

⁶¹ *Ibidem*.

⁶² https://www.gpw.pl/o_spolce, dostęp: 18.04.2017.

⁶³ *Ibidem*.

- Rada Nadzorcza zwana „Radą Giełdy”,
- Zarząd zwany „Zarządem Giełdy”.

Aktualnie na warszawskim parkiecie notowanych jest 487 spółek – stan na 13 kwietnia 2017 r. (zob. tabela 2). Kapitalizacja ogółem wynosi 1 245 257 mln PLN. Bez wątpienia polska giełda jest jedną z większych w tej części Europy. Bezspornie też odegrała kluczową rolę w transformacji polskiej gospodarki, umożliwiając zasilenie jej kapitałem zewnętrznym.

Tabela 2. Specyfikacja GPW (stan na 13 kwietnia 2017 r.)

Liczba spółek	Spółki krajowe	Spółki zagraniczne	Razem
Rynek podstawowy	334	47	381
Rynek równoległy	99	7	106
RAZEM	433	54	487
Kapitalizacja (mln zł)			
Rynek podstawowy	613 227,63	614 937,03	1 228 164,66
Rynek równoległy	15 631,14	1 461,12	17 092,26
RAZEM	628 858,77	616 398,15	1 245 256,92

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych według: https://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki, dostęp: 18.04.2017.

Jednocześnie warto też podkreślić, że wskutek zmian, jakie nastąpiły po załamaniu na rynkach finansowych w 2008 r. oraz globalnych tendencji (np. europejski projekt unii rynków kapitałowych) rynek warszawskiej giełdy nie wykazuje już tak wysokiej dodatniej dynamiki, jak wcześniej.

Relatywnie słaba kondycja GPW jest doskonale widoczna nie tylko podczas analizy danych finansowych i statystyk z lat poprzednich (zob. tabela 3 – zwłaszcza dane zaznaczone ramką), ale również uwidacznia się w bieżącej zmianie korelacji z głównymi indeksami światowych giełd (zob. wykres 6).

Tabela 3. Główne statystyki GPW (stan na 13 kwietnia 2017 r.)

Rok	Kapitalizacja spółek krajowych (mln zł)	Liczba spółek	Obroty akcjami (mln zł)	Obroty obligacjami (mln zł)	Wolumen obrotu kontraktami	Stopa zwrotu WIG (%)
2017	621 261,97	486	68 551,00	379,0	2 149 634	11,90
2016	557 123,58	487	202 293,00	1 426,00	7 597 905	11,38
2015	516 785,16	487	225 287,00	904,00	7 766 891	-9,62
2014	591 164,93	471	232 864,00	992,00	9 001 819	0,26
2013	593 464,45	450	256 147,00	1 653,00	11 806 976	8,06
2012	523 390,23	438	202 880,00	1 043,00	10 592 353	26,24
2011	446 151,22	426	268 139,00	836,00	14 608 953	-20,83
2010	542 646,12	400	234 288,00	1 428,00	14 009 202	18,77
2009	421 178,00	379	175 943,00	1 476,00	13 424 593	46,85
2008	267 359,31	374	165 658,00	2 500,00	12 233 935	-51,07
2007	509 887,40	351	239 740,00	1 748,00	9 477 868	10,39
2006	437 719,22	284	169 348,00	2 768,00	6 386 046	41,60
2005	308 417,62	255	98 517,00	2 754,00	5 378 517	33,66
2004	214 312,57	230	59 759,00	4 177,00	3 609 125	27,94
2003	140 001,47	203	40 118,00	6 337,00	4 231 949	44,92
2002	110 564,64	216	31 834,00	2 066,00	3 175 890	3,19
2001	103 369,91	230	40 300,00	2 567,00	3 754 854	-21,99
2000	130 085,00	225	84 637,00	2 295,00	1 516 042	-1,30
1999	123 411,00	221	44 672,00	2 383,00	207 372	41,30
1998	72 442,00	198	31 191,00	4 291,00	24 320	-12,80
1997	43 766,00	143	26 171,00	6 744,00	—	2,30
1996	24 000,00	83	14 948,00	8 110,00	—	89,10

Rok	Kapitalizacja spółek krajowych (mln zł)	Liczba spółek	Obroty akcjami (mln zł)	Obroty obligacjami (mln zł)	Wolumen obrotu kontraktami	Stopa zwrotu WIG (%)
1995	11 271,00	65	6 836,00	9 638,00	—	1,50
1994	7 450,00	44	11 710,00	1 650,00	—	-39,90
1993	5 845,00	22	3 937,00	279,00	—	1 095,30
1992	351,00	16	114,00	11,00	—	13,20
1991	161,00	9	15,00	0,00	—	-8,09

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych według: https://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki, dostęp: 18.04.2017.

Wykres 6. Zestawienie zmian indeksów DAX, S&P500 oraz warszawskiego WIG-u



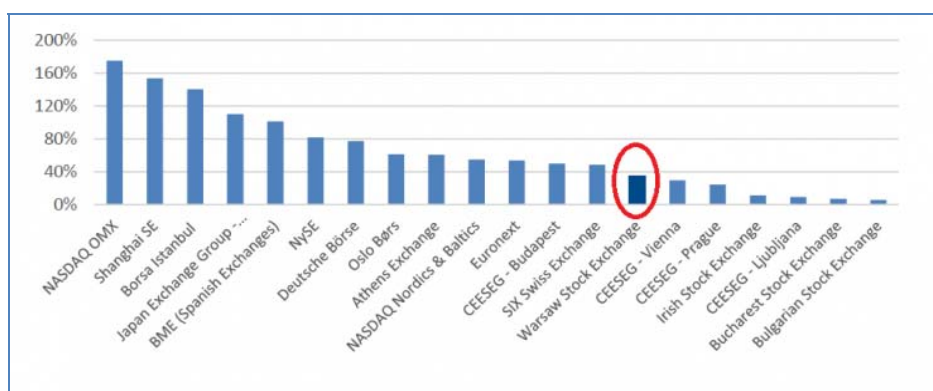
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych według: <https://stooq.pl/>, <https://stooq.pl/q/?s=^spx&d=20180118&c=10y&t=l&a=lg&b=0&r=^dax+wig>, dostęp: 19.04.2017.

Analizując wykresy głównych indeksów giełdowych (zarówno tych europejskich, jak i światowych) z perspektywy ostatnich lat i w kontekście tego, co działo się na polskiej giełdzie, ewidentnie widać, że dla polskich inwesto-

rów, zaraz po roku 2008, kluczowy był rok 2011 (zob. wykres 6). Od tego czasu mówić można o trwałym załamaniu dodatniej korelacji z innymi rynkami oraz wyhamowującej kapitalizacji polskiego rynku papierów wartościowych.

Przyczyny załamania indeksów GPW, a potem konsolidacji w trendzie bocznym, dopatrywać się można przynajmniej w dwóch rodzajach wydarzeń. Pierwszy to wydarzenia lokalne, czyli np. realizacja przez polski rząd reformy emerytalnej uderzającej w Otwarte Fundusze Emerytalne (maj 2011 r.), drugi to zjawiska zewnętrzne, czyli paniczna ucieczka inwestorów od ryzyka z obawy przed powrotem recesji. (W sierpniu 2011 r., po raz pierwszy w historii, agencja ratingowa Standard & Poor's obniżyła oceny wiarygodności kredytowej USA – wiarygodność spadła o jeden stopień, z AAA do AA+) ⁶⁴.

Wykres 7. Wskaźnik płynności (*velocity*) na koniec 2014 r. dla wybranych giełd



Źródło: <https://strefainwestorow.pl/artykuly/7-wykresow-z-raportu-rocznego-gpw-ktore-pokazuja-zakupowanie-teraz-akcji-ma-sens>, dostęp: 20.04.2017.

Wydarzenia te zainicjowały proces, z którym zmagać się muszą inwestorzy. Co więcej, trudno dzisiaj jednoznacznie odpowiedzieć, która grupa czynników ma większy wpływ na polską giełdę: wewnętrzne – krajowe czy też zewnętrzne – płynące np. z rynków amerykańskich. Jest to obecnie przedmiotem badań. Wiadomo jednak, że po 2008 r., czyli załamaniu na światowych rynkach finansowych, wzrosło zainteresowanie rynkami rozwija-

⁶⁴ J. Klepacki, *Proces marginalizacji...*, *op. cit.* [w:] K. Raczkowski, S. Wojciechowska-Filipek (red. nauk.), *Wymiary zarządzania...*, *op. cit.*

jącymi się, w tym i Polską. Dowodem na taki stan rzeczy jest chociażby liczba wyników wyszukiwania dla hasła „Poland” oraz liczba publikacji na temat Polski i polskiej gospodarki ukazujących się w renomowanych wydawnictwach zagranicznych, takich jak „Financial Times”. Wzrost zainteresowania Polską po 2008 r. był wyraźną tendencją do połowy 2012 r. Od 2012 do połowy 2015 r. dominował spadek zainteresowania⁶⁵.

Jako pytanie otwarte pozostawić należy kwestię, czy gorsza kondycja GPW jest jedynie przejściowa i w najbliższej perspektywie wykorzystana zostanie przez inwestorów widzących zmiany na innych rynkach (potężna fala hossy na rynkach w USA), czy też stanowi dowód potwierdzający marginalizację lokalnych rynków kapitałowych. Tak czy inaczej, zjawisko osłabienia naszego rynku papierów wartościowych w tak długim okresie czasu jest swoistym *novum* i trudno wobec niego przejść obojętnie.

System bankowy oraz rynek kapitałowy, w ramach którego szczególną rolę odgrywa giełda papierów wartościowych, to dwa kluczowe obszary, gdzie realizowane są międzynarodowe, transgraniczne, przepływy kapitałowe. Z punktu widzenia funkcjonowania realnej gospodarki wolnorynkowej, kreowanej przez popyt i podaż, system bankowy oraz rynek papierów wartościowych to miejsca, które⁶⁶:

- a) stanowią istotę mobilności kapitałów,
- b) stanowią źródła pozyskania kapitałów,
- c) umożliwiają transformację gospodarki,
- d) umożliwiają w sposób płynny dostosowywanie się gospodarki do zmieniającego otoczenia zewnętrznego.

Giełda papierów wartościowych jest gwarantem sprawnego, efektywnego i bezpiecznego przepływu środków pieniężnych od podmiotów gospodarczych posiadających ich nadwyżkę do przedsiębiorstw i instytucji wykazujących zapotrzebowanie na kapitał⁶⁷. Mówić tutaj można o pełnym zastosowaniu reguły: im więcej uczestników, tym większa efektywność, transparentność, dostęp do informacji i konkurencyjność pozyskania kapitału.

⁶⁵ *Badania własne banku Credit Agricole* „Tygodnik Ekonomiczny”, 15–21 stycznia 2018, s. 3, [online] https://static.credit-agricole.pl/asset/m/a/k/makromapa-20180115_13668.pdf, dostęp: 15.01.2018.

⁶⁶ *Ibidem*.

⁶⁷ M. Popovic, M. Błaszczuk, *Innowacyjne rozwiązania biznesowe IV*, t. 2, *Innowacyjna gospodarka*, Łódź 2011, s. 11.

Warunkiem skutecznego transferu kapitałów z giełdy w kierunku realnej gospodarki jest: rzetelność, efektywność, płynność, przejrzystość, innowacyjność, integralność oraz zaufanie uczestników do giełdy⁶⁸.

Harmonogram notowań na GPW w Warszawie

Sesja giełdowa składa się z faz właściwych dla danego systemu notowań. Dzieje się to w godzinach 8.30 – 17.05 (notowania ciągłe i jednolite)⁶⁹:

- **Notowania ciągłe** – notowania instrumentów pochodnych (kontraktów terminowych, opcji) i akcji, które odbywają się od godziny 8.30 oraz instrumentów rynku kasowego, które odbywają się od godziny 9.00. Szczegółowy schemat (rynek derywatów i akcji) dla notowań ciągłych wygląda następująco:
 - 8.30–9.00 – przyjmowanie zleceń na otwarcie, publikacja teoretycznego kursu otwarcia, brak transakcji;
 - 9.00 – określenie kursu otwarcia, realizacja zleceń wprowadzonych do systemu w fazie przed otwarciem;
 - 9.00–16.50 – notowania ciągłe, przyjmowanie zleceń i ich realizacja zgodnie z sytuacją rynkową;
 - 16.50–17.00 – przyjmowanie zleceń na zamknięcie, brak transakcji;
 - 17.00 – określenie kursu zamknięcia;
 - 17.00–17.05 – dogrywka, składanie i realizacja zleceń po cenie równej kursowi zamknięcia.
- **Notowania jednolite** – odbywają się dwukrotnie w ciągu dnia: o godzinie 11.30 oraz 15.00. Schemat dla notowań jednolitych wygląda następująco:
 - 8.30–11.00 – przyjmowanie zleceń na otwarcie, publikacja teoretycznego kursu otwarcia, brak transakcji;
 - 11.00 – określenie kursu jednolitego (fixing) i realizacja zleceń;
 - 11.00–11.30 – dogrywka, składanie i realizacja zleceń po cenie równej kursowi na poziomie pierwszego fixingu;
 - 11.30–15.00 – przyjmowanie zleceń na otwarcie;

⁶⁸ M. Al-Kaber, *Struktura funkcjonalna rynku kapitałowego i jego sprawność w gospodarce współczesnej (na przykładzie rynku kapitałowego w Polsce)*, Białystok 2004, s. 40.

⁶⁹ Opracowanie własne na podstawie danych według: <https://www.gpw.pl/szczegoly-sesji#session>, dostęp: 10.01.2018.

- 15.00 – określenie kursu jednolitego (fixing);
- 15.00–15.30 – dogrywka, składanie i realizacja zleceń po cenie równej kursowi na poziomie pierwszego fixingu;
- 15.30–17.05 – przyjmowanie zleceń na otwarcie następnej sesji.

Immanentną częścią każdej giełdy papierów wartościowych są przypisane do niej indeksy. Są to swoiste wizytówki tego rodzaju rynków. Ich podstawową funkcją jest informowanie inwestorów o stanie, kondycji i perspektywach rynku. Wraz z postępującym rozwojem rynków papierów wartościowych wprost proporcjonalnie rośnie liczba przypisanych do nich indeksów. Zawsze jednak zauważyć będziemy mogli trzy główne cechy, którymi różnią się indeksy giełdowe. Są to:

- liczba spółek w oparciu, o które funkcjonuje indeks;
- metodologia uśredniania wykorzystana przy budowie indeksu;
- wagi (zazwyczaj udział procentowy) określonych akcji spółek.

Główne indeksy giełdowe i ich modyfikacje

Najważniejsze indeksy giełdy warszawskiej (stan na styczeń 2018 r.) to:

1. **WIG** (Warszawski Indeks Giełdowy) – obejmuje akcje spółek notowanych na rynku podstawowym. Liczony jest od 16 kwietnia 1991 r. W skład WIG-u wchodzi notowania 391 spółek i jest on średnią ważoną ich notowań⁷⁰. W indeksie WIG obowiązuje zasada dywersyfikacji, mająca na celu ograniczenie udziału pojedynczej spółki i sektora giełdowego. Jest indeksem dochodowym i przy jego obliczaniu uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru⁷¹.
2. **WIG20** – jest to indeks giełdowy 20 największych spółek. W jego ramach nie może być notowanych więcej niż 5 spółek z jednego sektora, nie są w nim notowane fundusze inwestycyjne. Jest obliczany od 16 kwietnia 1994 r. na podstawie wartości portfela akcji 20 największych i najbardziej płynnych spółek z Głównego Rynku GPW. Pierwsza wartość indeksu wynosiła 1000 pkt. WIG20 jest indeksem typu cenowego, co oznacza, że przy jego obliczaniu bierze się pod uwagę jedynie ceny

⁷⁰ <https://www.gpw.pl/indeksy>, dostęp: 15.01.2018.

⁷¹ <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999995>, dostęp: 15.01.2018.

zawartych w nim transakcji, a nie uwzględnia się dochodów z tytułu dywidend⁷².

3. **WIG30** – jest publikowany od 23 września 2013 r. na podstawie wartości portfela akcji 30 największych i najbardziej płynnych spółek z Głównego Rynku GPW. Wartość bazowa indeksu ustalona została na 28 grudnia 2012 r. i wynosiła 2582,98 pkt. WIG30 jest indeksem typu cenowego, co oznacza, że przy jego obliczaniu bierze się pod uwagę jedynie ceny zawartych w nim transakcji, a nie uwzględnia się dochodów z tytułu dywidend. W indeksie WIG30 nie może uczestniczyć więcej niż 7 spółek z jednego sektora giełdowego, zaś udział jednej spółki jest ograniczany do 10% w indeksie⁷³.
4. **mWIG40** – jest to indeks giełdowy średnich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, który zastąpił po sesji w dniu 16 marca 2007 r. indeks MIDWIG. Jest obliczany od 31 grudnia 1997 r. i obejmuje 40 średnich spółek notowanych na Głównym Rynku GPW. Wartość początkowa indeksu mWIG40 wynosiła 1000 pkt. Jest to indeks typu cenowego, co oznacza, że przy jego obliczaniu bierze się pod uwagę jedynie ceny zawartych w nim transakcji, a nie uwzględnia się dochodów z tytułu dywidend. W indeksie mWIG40 nie uczestniczą spółki z indeksów WIG20 i sWIG80 oraz spółki zagraniczne notowane jednocześnie na GPW i innych rynkach o wartości rynkowej w dniu rankingu powyżej 1 mld euro⁷⁴.
5. **sWIG80** – jest to indeks giełdowy małych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, który zastąpił po sesji w dniu 16 marca 2007 r. indeks WIRR. Wartość początkowa indeksu sWIG80 wynosiła 1000 pkt. Jest indeksem typu cenowego, co oznacza, że przy jego obliczaniu bierze się pod uwagę jedynie ceny zawartych w nim transakcji, a nie uwzględnia się dochodów z tytułu dywidend. W indeksie sWIG80 nie uczestniczą spółki z indeksów WIG20 i mWIG40 oraz spółki zagraniczne notowane jednocześnie na GPW i innych rynkach o wartości rynkowej w dniu rankingu powyżej 100 mln euro⁷⁵.

⁷² <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999987>, dostęp: 15.01.2018.

⁷³ <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999375>, dostęp: 15.01.2018.

⁷⁴ <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999912>, dostęp: 15.01.2018.

⁷⁵ <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999979>, dostęp: 15.01.2018.

6. **WIGdiv** – indeks WIGdiv jest obliczany od 31 grudnia 2010 r., a w dniu bazowym wartość indeksu wynosiła 1000 pkt. Swoim portfelem indeks obejmuje spółki, które na przestrzeni ostatnich 5 lat obrotowych regularnie dokonywały wypłaty dywidendy. W skład portfela indeksu WIGdiv mogą wchodzić pakiety akcji spółek zakwalifikowanych do indeksów WIG20, mWIG40 lub sWIG80. WIGdiv jest indeksem dochodowym i przy jego obliczaniu uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru⁷⁶.

Harmonogram zmian indeksów na GPW w latach 2013–2014:

- WIG30,
- WIG50,
- WIG100.

Planowany harmonogram zakładał, że indeks WIG20 miał być publikowany do końca grudnia 2015 r. Rozszerzenie portfela głównego indeksu na GPW implikowało również zwiększenie liczby uczestników w indeksie średnich spółek – mWIG40 oraz w indeksie małych spółek – sWIG80. Od marca 2014 r. GPW planowała rozpocząć publikację indeksów WIG50 i WIG100.

Obok głównych indeksów giełdowych na GPW w Warszawie funkcjonują również indeksy narodowe:

- WIGCEE – jest to indeks regionalny obliczany przez giełdę od 30 maja 2012 r. W jego skład wchodzi akcje spółek – notowanych zarówno na Głównym Rynku GPW, jak i na NewConnect – z następujących krajów: Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Rumunia, Słowacja, Słowenia, Ukraina i Węgry. Datą bazową indeksu jest 31 grudnia 2010 r., a jego wartość w tym dniu wynosiła 1000 pkt⁷⁷.
- WIG-Poland (dawniej WIG-PL) – jest to pierwszy indeks narodowy, obliczany przez giełdę od 22 grudnia 2003 r. W jego skład wchodzi wyłącznie akcje krajowych spółek notowanych na Głównym Rynku GPW, które spełniają bazowe kryteria uczestnictwa w indeksach⁷⁸.
- WIG-Ukraine – w jego skład wchodzi spółki notowane na GPW, których siedziba lub centrala znajduje się na Ukrainie lub których działal-

⁷⁶ <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999482>, dostęp: 15.01.2017.

⁷⁷ <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999433>, dostęp: 14.01.2018.

⁷⁸ <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999599>, dostęp: 10.01.2018.

ność prowadzona jest w największym stopniu w tym właśnie kraju. Pierwsza wartość indeksu została opublikowana w dniu 4 maja 2011 r.⁷⁹

Kolejną grupą indeksów giełdowych są indeksy TR (WIGTR, mWIG40TR, sWIG80TR, WIG30TR). Są to indeksy dochodowe, co oznacza, że przy ich obliczaniu bierze się pod uwagę zarówno ceny zawartych w nich transakcji oraz dochody z tytułu dywidend. Wszystkie pozostałe zasady konstrukcji indeksów są zgodne z metodologią.

Następna grupa indeksów, istotnych dla analizy inwestycyjnej, to tzw. indeksy sektorowe, odzwierciedlające kondycję spółek w określonych branżach. Na warszawskiej giełdzie mamy do czynienia (stan na 20 kwietnia 2017 r.) z następującymi indeksami sektorowymi⁸⁰:

- WIG-BANK (14 spółek),
- WIG-BUDOW (45 spółek),
- WIG-CHEMIA (7 spółek),
- WIG-ENERG (10 spółek),
- WIG-GORNIC (5 spółek),
- WIG-INFO (26 spółek),
- WIG-LEKI (8 spółek),
- WIG-MEDIA (14 spółek),
- WIG-MOTO (8 spółek),
- WIG-NRUCHOM (34 spółki),
- WIG-ODZIEZ (22 spółki),
- WIG-PALIWA (10 spółek),
- WIG-SPOŻYW (27 spółek),
- WIG-TELEKOM (5 spółek).

Charakteryzując indeksy warszawskiej giełdy, nie można zapomnieć też o **TBSP.Index**. Jest to pierwszy oficjalny indeks obligacji skarbowych w Polsce, co stanowi potwierdzenie znaczenia rynku długu na polskim rynku kapitałowym.

TBSP.Index jest indeksem dochodowym uwzględniającym zmiany kursów obligacji, wartości narosłych odsetek oraz dochody z reinwestycji kupo-

⁷⁹ <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999458>, dostęp: 10.01.2018.

⁸⁰ <https://www.gpw.pl/indeksy#sectorbased>, dostęp: 17.04.2017.

nów odsetkowych. W skład jego portfela wchodzi denominowane w złotych obligacje zerokuponowe oraz obligacje o oprocentowaniu stałym. Indeks jest wyliczany na podstawie kursów ustalanych podczas sesji fixingowych przeprowadzanych na rynku Treasury BondSpot Poland. Datą bazową indeksu jest 29 grudnia 2006 r., a wartością bazową 1000 pkt⁸¹.

Indeksy giełdowe stanowią kluczowe narzędzie każdej strategii inwestycyjnej. To właśnie dzięki wyodrębnieniu określonej grupy podmiotów (spółek) na podstawie danego klucza, inwestor jest w stanie bardzo precyzyjnie badać i analizować interesujący go subobszar. Zastosowanie „inwestycyjne” nie sprowadza się jedynie do funkcji informacyjnej i poznawczej czy nawet analitycznej. Indeksy giełdowe to również bardzo często instrument bazowy dla konstruowania całego wachlarza instrumentów pochodnych (derywatów), np. kontraktów typu *futures* czy opcji. Są one też powszechnie stosowane jako punkt odniesienia przy ocenie efektywności inwestowania (są tzw. benchmarkiem portfela). Nie powinno zatem dziwić, że warszawska giełda na przestrzeni ostatnich lat znacząco rozbudowała bazę indeksów.

2.1.2. Znaczenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w regionie a proces globalizacji⁸²

Globalizacja, określana jako proces występujący powszechnie w gospodarce światowej, charakteryzujący się przede wszystkim nasileniem mobilizacji i przepływu dóbr, kapitałów i siły roboczej w skali ogólnoswiatowej, nasileniem rozwoju transportu, komunikacji, telekomunikacji oraz szybkim przepływem informacji w mediach, w obszarze rynków finansowych jest obecnie najbardziej zaawansowana i postępuje coraz szybciej⁸³. Według Komisji Europejskiej pojęcie *globalizacja* można zdefiniować jako proces, w wyniku którego rynki i produkcja w różnych krajach stają się coraz bardziej współzależne w związku z dynamiką wymiany towarów i usług, przepływem kapitału i technologii⁸⁴.

Należy zauważyć, że do integracji rynków finansowych może dochodzić nie tylko w wyniku celowych działań władz, ale również wskutek odgórnych

⁸¹ <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999474>, dostęp: 11.01.2018.

⁸² Na podstawie: J. Klepacki, *Proces marginalizacji...*, *op. cit.* [w:] K. Raczkowski, S. Wojciechowska-Filipek (red. nauk.), *Wymiary zarządzania...*, *op. cit.*

⁸³ T. Wawak (red.), *Zmieniające się przedsiębiorstwa w zmieniającej się politycznie Europie*, t. 3, Kraków 2000, s. 114.

⁸⁴ Por. *Annual Economic Report for 1997*, „European Economy”, No. 63, Brussels.

procesów globalizacji determinowanych określonymi zjawiskami zewnętrznymi⁸⁵. Często takie odgórne, szybko postępujące procesy globalizacji inicjowane są przez czynniki zewnętrzne o strukturze wypadkowej. Doskonałym przykładem może być tutaj załamanie na rynkach finansowych w USA latem 2008 r. Z perspektywy lat widać, że właśnie to wydarzenie stało się czynnikiem sprawczym przyspieszonej integracji w obszarze rynków kapitałowych, zwłaszcza w Europie. Komisja Europejska dała temu wyraz, ogłaszając w lutym 2015 r. tzw. zieloną księgę, w której zawarte zostały podstawy jednego z najważniejszych projektów na najbliższe lata w obszarze finansów: unii rynków kapitałowych (ang. *capital market union*).

Oczywistym w związku z tym staje się stwierdzenie, że negatywną konsekwencją procesu globalizacji jest coraz większe ograniczanie autonomiczności (konkurencyjności) lokalnych rynków kapitałowych, a zwłaszcza giełd papierów wartościowych, czyli ich marginalizacja. Pośrednio globalizacja coraz wyraźniej wpływa również na ograniczenie wpływu lokalnych rynków kapitałowych na sferę realnej gospodarki. Po załamaniu na rynkach finansowych latem 2008 r. niektóre rynki kapitałowe odznaczają się postępującym stopniem marginalizacji. Proces ten ma charakter nierównomierny, generując wiele niedoszacowanych wcześniej ryzyk i zagrożeń. Z perspektywy przełomu 2017 i 2018 r. można przyjąć założenie, że jednym z głównych ryzyk w tej kategorii staje się ryzyko polityczne, którego istotnym wymiarem jest poziom bezpieczeństwa inwestycyjnego.

W odniesieniu do polskiej gospodarki, jednej z największych w regionie, transformacja w kierunku tendencji wolnorynkowych powszechnie utożsamiana jest z decyzjami polityczno-gospodarczymi z lat 90. XX w. Okres ten, w związku z tym, określić należy jako początek wpływu globalizacji na polską gospodarkę. Papierkiem lakmusowym tego procesu był i jest polski rynek kapitałowy z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie na czele. To napływ kapitału zewnętrznego, determinowany coraz lepszymi perspektywami gospodarczymi, stał się pierwotnym katalizatorem przyspieszenia polskiej gospodarki. Stan, w jakim znajduje się ona obecnie jest zatem wypadkową działań historycznych, bieżących oraz tego, jak jej rozwój jest postrzegany przez inwestorów w perspektywie najbliższych lat.

⁸⁵ B. Domańska-Szaruga, *Globalizacja rynków finansowych*, „Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej. Administracja i Zarządzanie” 2009, nr 80, s. 65.

Należy powtórzyć, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest gwarantem sprawnego, efektywnego i bezpiecznego przepływu środków pieniężnych od podmiotów gospodarczych posiadających ich nadwyżkę do przedsiębiorstw i instytucji wykazujących zapotrzebowanie na kapitał⁸⁶. Mówić tutaj można o pełnym zastosowaniu reguły: **im więcej uczestników, tym większa efektywność, transparentność, dostęp do informacji i konkurencyjność pozyskania kapitału**. Jest to klasyczny przykład zaawansowanego procesu integracji i globalizacji w pozytywnym tego słowa znaczeniu.

Rynek kapitałowy odgrywa szczególną rolę w obszarze gospodarek postrzeganych jako rozwijające się, a więc tam, gdzie dochodzi do szybkich przemian gospodarczych i ekonomicznych. Giełda identyfikowana jest wówczas jako źródło kapitału uzupełniające kredyt bankowy. Od początku transformacji i powstania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie Polska zaliczana jest do takiego grona państw. Średni wzrost produktu krajowego brutto w latach 1990–2014 wynosił 3,2%, co oznacza, że Polska była w tym czasie jednym z najszybciej rozwijających się krajów w Europie⁸⁷.

Według OECD Polska należy do czołówki europejskich państw, które znalazły się na liście dwudziestu najlepiej rozwijających się gospodarek na świecie. Jak pokazują szacunki, w 2018 r. nasza gospodarka wzrośnie o 3,5% – trzykrotnie więcej od prognozowanego wzrostu w strefie euro. Gospodarka krajów strefy euro wzrośnie w tym samym roku jedynie o 1,5%⁸⁸.

Prognozy gospodarcze dla Polski w ujęciu długoterminowym są również optymistyczne. Według najnowszego raportu firmy doradczej PwC pt. *Świat w 2050 roku: Czy przesunięcie w układzie sił światowych gospodarek będzie się utrzymywało?* w okresie do 2050 r. Polska osiągnie najwyższą średnią stopę wzrostu spośród wszystkich dużych gospodarek UE. Jak wynika z raportu PwC, realny średni wzrost polskiego PKB do 2050 r. ma wynieść ok. 2,7% rocznie, a w ujęciu na głowę mieszkańca – 2,9%⁸⁹.

⁸⁶ M. Popović, M. Błaszczak, *Innowacyjne...*, *op. cit.*

⁸⁷ PwC, *Rynek kapitałowy jako narzędzie finansowania rozwoju polskich regionów*, Warszawa 2015, s. 2, [online] <http://www.pwc.pl/pl/publikacje/2015/rynek-kapitalowy-narzedzie-finansowania-rozwoju-regionow.jhtml>, dostęp: 15.07.2017.

⁸⁸ <https://businessinsider.com.pl/finance/makroekonomia/oecd-prognoza-wzrostu-pkb-dla-polski/zr1zrsb>, dostęp: 20.07.2017.

⁸⁹ PwC, *Świat w 2050 roku: Czy przesunięcie w układzie sił światowych gospodarek będzie się utrzymywało?*, Warszawa 2015, [online] <http://www.pwc.pl/pl/biuro-prasowe/2015/2015-02-10-swiat-w-2050.jhtml>, dostęp: 10.07.2017.

Autorzy raportu wskazują jednocześnie, że w latach 2014–2020 Polska będzie rozwijała się w tempie 3,4% rocznie, do 2,8% rocznie – w okresie 2021–2040 i około 2% rocznie w latach 2041–2050. Wynika to nie tylko z procesu starzenia się polskiego społeczeństwa, ale także z faktu, że po „dogonieniu” gospodarek zaawansowanych dalszy dynamiczny wzrost polskiej gospodarki będzie większym wyzwaniem. Spadek liczby ludności wywrze więc zdecydowanie negatywny wpływ na pozycję gospodarczą Polski na mapie świata w ciągu obecnego półwiecza⁹⁰.

Co ciekawe, w raporcie PwC nie ma wzmianki na temat aktualnej kondycji i przyszłych perspektyw dla polskiego rynku kapitałowego, w tym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i jej wpływu na wzrost gospodarczy. Nie diagnozuje się też jakichkolwiek ryzyk związanych z perspektywą rozwoju GPW.

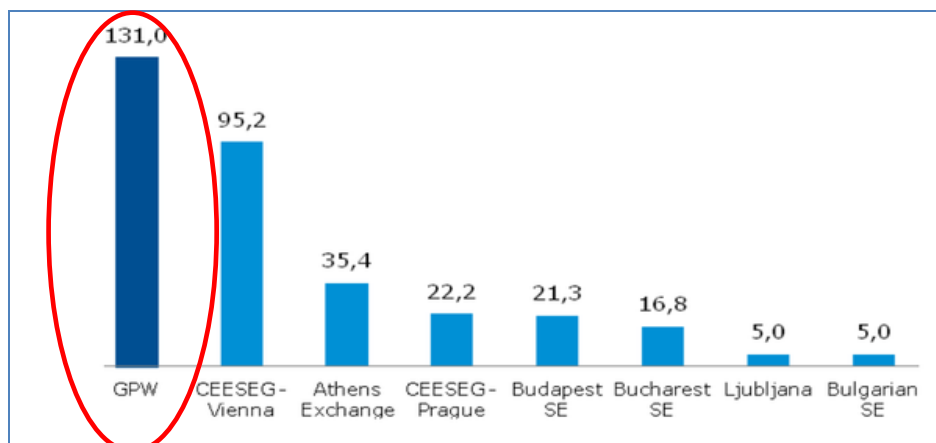
Wpływ rynków kapitałowych na realną gospodarkę to fakt nadal jeszcze bezdyskusyjny, a Polska jest tego doskonałym przykładem. Jest on szczególnie zauważalny w fazach skrajnych, czyli w okresach silnych wzrostów PKB, lub w pierwszej części kryzysu. W związku z tym ma miejsce również stymulowanie negatywnych procesów w realnej gospodarce. Co więcej, potwierdzić można, że giełda papierów wartościowych pełni w tym wypadku rolę barometru – wyprzedza negatywne zjawiska (doskonały przykład to zmiany na głównych indeksach GPW na początku 2009 r.). W okresie pomiędzy tymi skrajnymi fazami bezpośredni wpływ rynków kapitałowych wydaje się być umiarkowany lub wręcz neutralny. W praktyce utarło się przyjmować, że zmiany na głównych indeksach giełdowych wyprzedzają zmiany w realnej gospodarce o 2–3 kwartały.

Warto jednak podkreślić, że szczególnie w przypadku lokalnych rynków kapitałowych, ten wpływ na realną gospodarkę jest coraz bardziej ograniczany przez postępującą globalizację. Zmiany na lokalnych rynkach akcji, w tym zwłaszcza na giełdach papierów wartościowych, stanowią odzwierciedlenie tendencji na świecie (autonomiczność ma charakter śladowy). Można w związku z tym przyjąć, że wpływ rynków kapitałowych na realne, lokalne gospodarki powoli ustępuje miejsca wpływowi globalizacji. Lokalne rynki kapitałowe w coraz większym stopniu pozbawiane są autonomii, przeistaczając się w coś na kształt przekładników impulsów inwestycyjnych w ujęciu lokalnym.

⁹⁰ *Ibidem*.

Doskonałym potwierdzeniem istnienia tak naszkicowanego zjawiska jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Patrząc na statystyki opublikowane przez GPW w 2016 r., dotyczące między innymi liczby notowanych spółek, można dojść do wniosku, że GPW jest jednym z największych rynków akcji na Starym Kontynencie. Niemal 900 emitentów sprawia, że w tej klasyfikacji giełda w Warszawie niewiele ustępuje Euronextowi (giełdy w: Paryżu, Lizbonie, Amsterdamie i Brukseli) i bije na głowę parkiet we Frankfurcie. Trzeba jednak pamiętać, że prawie połowa notowanych w Polsce spółek to mikrobiznesy z NewConnect, często znajdujące się w fazie agonii lub ze śladową płynnością akcji⁹¹, nie jest to więc właściwy miernik siły i pozycji giełdy. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie chwali się też, że jej kapitalizacja sięgnęła 131 mld EUR, co było najlepszym wynikiem w regionie, o blisko 40% wyższym od największego konkurenta, jakim jest giełda wiedeńska (zob. wykres 8).

Wykres 8. Kapitalizacja giełd w Europie Środkowo-Wschodniej (region CEE) na koniec 2016 r. (mld EUR)



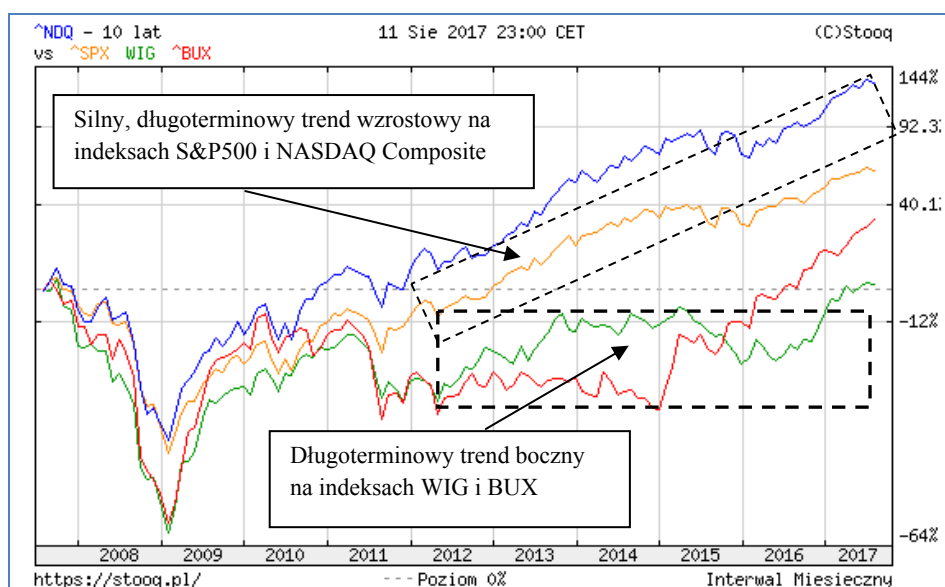
Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.bankier.pl/wiadomosc/GPW-to-regionalny-gigant-i-europejski-karzel-7501816.html>, dostęp: 10.08.2017.

⁹¹ <http://www.bankier.pl/wiadomosc/GPW-to-regionalny-gigant-i-europejski-karzel-7501816.html>, dostęp: 10.08.2017.

Jeśli jednak przyrzeć się bliżej opublikowanym w 2016 r. danym statystycznym, to widać, że lokalny gigant boryka się z coraz większymi problemami kreowanymi przez tzw. kapitał zewnętrzny.

Bezspornie jednym z głównych mankamentów GPW pozostają niskie obroty. Rok 2016 był już czwartym z kolei, w którym odnotowano spadek obrotów akcjami. Pytaniem otwartym pozostaje, czy trwająca na rynkach globalnych hossa będzie w stanie pobudzić i polski parkiet? Na razie widać, że GPW i inne lokalne rynki mocno odstają od wzrostowych tendencji na świecie (zob. wykres 9).

Wykres 9. Porównanie zmian indeksów NASDAQ Composite, S&P500, BUX oraz WIG



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://stooq.pl/q/?s=^spx&d=20180118&c=10y&t=l&a=lg&r=wig+^bux+^ndq>, dostęp: 17.08.2017.

Analizując powyższe zestawienie, ewidentnie widać, że na przestrzeni lat, a konkretniej od rozpoczęcia się kryzysu na globalnym rynku (lato 2008 r.), tendencja głównego indeksu GPW wyraźnie odstaje od światowego trendu, wykazując silny trend boczny. Co ciekawe, nawet indeks giełdy w Budapeszcie (BUX) z początkiem 2016 r. wszedł w fazę wzrostów, pozostawiając w tyle główny indeks GPW – WIG.

2.2. Rynek NewConnect

NewConnect (NC) jest to zorganizowany rynek akcji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, prowadzony **poza rynkiem regulowanym w formule alternatywnego systemu obrotu**. Pierwsza sesja odbyła się **30 sierpnia 2007 r.** Datą bazową indeksu jest zatem 30 sierpnia 2007 r., a pierwsza wartość to 100 punktów. Obecnie na rynku NewConnect głównymi indeksami są:

- **NCIndex** – uczestnicy: spółki z NC, których liczba w wolnym obrocie jest wyższa niż 10% i wartość akcji w wolnym obrocie wynosi co najmniej 1 mln zł. Aktualizacja indeksu następuje co kwartał – po trzecim piątku: marca, czerwca, września i grudnia. Wartości indeksu publikowane są w sposób ciągły co 5 minut.
- **NCIndex30** – uczestnicy: 30 najbardziej płynnych spółek, których liczba akcji w wolnym obrocie jest większa niż 10%, a wartość tych akcji jest większa niż 1 mln zł. Aktualizacja indeksu następuje co kwartał na podstawie analizy mediany obrotów w okresie ostatnich 6 miesięcy, według stanu na koniec: lutego, maja, sierpnia i listopada. Wartości indeksu publikowane są w sposób ciągły co 5 minut.

Spółki notowane na NewConnect mogą zostać zakwalifikowane do jednego z niżej wymienionych segmentów tego rynku⁹²:

- **NC Lead** – promuje najlepszych emitentów rynku, czyli spółki charakteryzujące się wysokim potencjałem rozwoju i przejścia na Główny Rynek GPW. Kryteria: ilościowe – kapitalizacja co najmniej 5 mln EUR, 10% akcji znajdujących się w wolnym obrocie, obroty o wolumenie 5 transakcji lub 5 tys. PLN na sesję przy obrocie na co najmniej połowie sesji, kurs ponad 0,50 zł i jakościowe – jakość obowiązków informacyjnych i ładu korporacyjnego.
- **NC High Liquidity Risk** – skupia spółki o podwyższonym ryzyku płynności. Kryteria: średnia wartość akcji w wolnym obrocie w ciągu ostatnich 3 miesięcy kalendarzowych mniej niż 1 mln PLN.
- **NC Super High Liquidity Risk** – skupia spółki o podwyższonym ryzyku płynności. Kryteria: średnia wartość akcji w wolnym obrocie w ciągu

⁹² *Raport o rynku NewConnect 2015 rok. Podsumowanie funkcjonowania pierwszej alternatywnej platformy obrotu w Polsce*, maj 2015, s. 28, [online] https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/2015-05-25_NEWCONNECTraport2015.PDF, dostęp: 20.04.2017.

ostatnich 3 miesięcy kalendarzowych mniej niż 1 mln PLN, a średni kurs akcji (w tym samym okresie) niższy niż 0,10 zł lub średnia zmienność przekraczająca 10%. Kwalifikacja emitentów, wobec których ogłoszono upadłość lub nastąpiło otwarcie procesu likwidacji.

Na dzień 10 listopada 2017 r. na rynku NewConnect notowanych było 407 spółek o łącznej kapitalizacji ponad 9,7 mld zł⁹³.

NewConnect (NC) to rynek dla niewielkich, dynamicznie rozwijających się firm z jasną strategią rozwoju, które, niezależnie od długości swojej historii i poziomu osiąganych przychodów, aby się dalej rozwijać, potrzebują zastrzyku kapitału w wysokości do kilkudziesięciu milionów złotych. W ciągu niemal 6 lat funkcjonowania ponad 30 spółek wykorzystало potencjał tego rynku i rozpoczęło notowania na rynku regulowanym. W praktyce rynek ten często określany jest mianem „poczekalni na główny parkiet”. Średnia wartość rynkowa spółki notowanej na rynku alternatywnym wynosi ok. 19 mln zł⁹⁴.

Rynek NewConnect to najbardziej dynamiczny alternatywny rynek Europy. Od momentu jego uruchomienia statystycznie co niespełna 8 dni ma miejsce debiut nowej spółki. Obecnie na NewConnect działa 70 **Autoryzowanych Doradców (AD)** – stan na 20 kwietnia 2017 r.⁹⁵ Podmioty te współpracują bezpośrednio ze spółką, której zamiarem jest wprowadzenie emitowanych przez siebie papierów wartościowych do obrotu na rynku NewConnect. Na Autoryzowanym Doradcy spoczywa odpowiedzialność za weryfikację wiarygodności biznesowej i organizacyjnej podmiotu ubiegającego się o wejście na rynek NC, jak również, w późniejszym etapie, pomoc w sporządzeniu dokumentu informacyjnego emitenta, przygotowanie go do debiutu i wypełniania obowiązków spółki publicznej notowanej na NewConnect⁹⁶. Struktura podmiotów wpisywanych na listę AD jest relatywnie mało zróżnicowana. Najliczniej reprezentowana jest grupa doradców finansowych, która stanowi ok. 70% wszystkich podmiotów. Autoryzowanymi Doradcami są również domy maklerskie, kancelarie prawne oraz biegli rewidenci. Funkcję, jaką pełni Autoryzowany Doradca porównać można do domu maklerskiego przygotowującego podmiot gospodarczy do wprowadzenia

⁹³ <https://newconnect.pl/statystyki-okresowe>, dostęp: 10.11.2017.

⁹⁴ *Ibidem*, dostęp: 20.04.2017.

⁹⁵ http://www.newconnect.pl/index.php?page=lista_autoryzowanych_doradcow, dostęp: 20.04.2017.

⁹⁶ *Raport o rynku NewConnect...*, *op. cit.*, ss. 15–20.

na główny parkiet – Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Działalność AD jest nadzorowana przez GPW. Nadzór realizowany jest w ujęciu ciągłym oraz cyklicznym (coroczna ocena działalności).

Najwięcej spółek notowanych na rynku NewConnect należy do sektorów usługi oraz technologie, a także: budownictwo, handel, informatyka i inwestycje. Największy udział w kapitalizacji mają spółki z sektorów: inwestycje, ochrona zdrowia, technologie, budownictwo, usługi inne. Statystycznie rzecz biorąc, od 2011 r., NewConnect jest drugim największym rynkiem alternatywnym w Europie pod względem liczby notowanych spółek. Pod względem łącznej kapitalizacji spółek znajduje się na dziewiątej pozycji, co wynika z profilu rynku dla spółek z segmentu mikro w skali europejskiej⁹⁷. Ponadprzeciętna dynamika rozwoju rynku NC wynika ze struktury polskiej gospodarki, gdzie mikroprzedsiębiorstwa i małe przedsiębiorstwa są głównym kołem napędowym PKB.

Co ważne, NC jest to segment rynku odznaczający się ponadprzeciętnie wysokim ryzykiem inwestycyjnym. Źródłem ryzyka jest w głównej mierze ograniczona płynność tego rynku przejawiająca się w bardzo wysokich wahanach notowanych na nim walorów. W ciągu pojedynczej sesji bardzo częstym zjawiskiem jest wzrost lub spadek wartości określonego papieru wartościowego, osiągający nierzadko kilkaset procent. Mechanizmem mającym na celu ograniczenie tego rodzaju zjawiska jest obecność na NC animatorów rynku. Podmioty te na podstawie zawartej umowy z GPW SA zobowiązane są do wspomagania płynności obrotu instrumentami finansowymi notowanymi na NC. Głównie są to banki lub/i domy maklerskie.

Bez wątpienia jest to dynamiczny rynek i to nie tylko z uwagi na ponadprzeciętny zakres dynamiki wahań cen walorów na nim uplasowanych. Jest to jedyny rynek w Polsce, gdzie mamy do czynienia z największym w ujęciu procentowym udziałem wykluczeń spółek. Zgodnie z opublikowanym w 2015 r. raportem, podsumowującym dotychczasową działalność NC, udział procentowy wykluczeń spółek z tego rynku z powodu bezpieczeństwa obrotu w latach 2007–2014 sięgnął blisko 30% (wykluczono 27 podmiotów). Dla porównania opuszczenie NC z innych przyczyn, w tym też w wyniku upadłości, stanowiło łącznie ok. 32% (29 podmiotów)⁹⁸. Dane wyraźnie do-

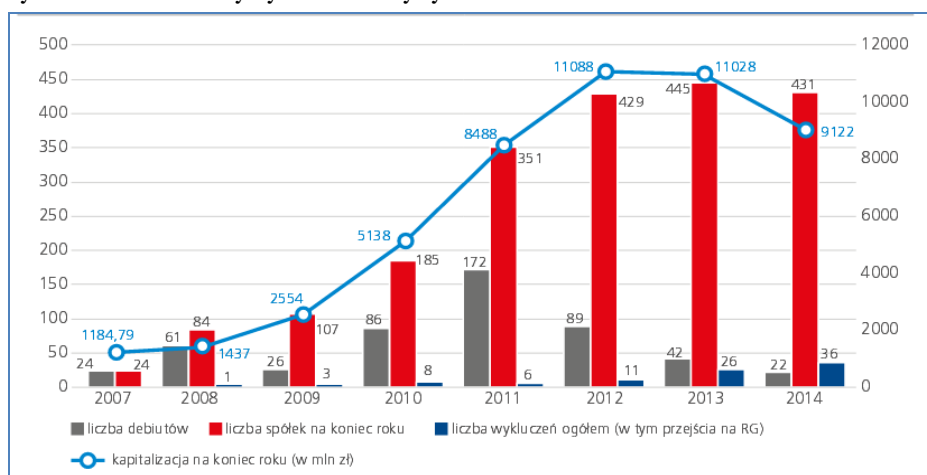
⁹⁷ *Ibidem*.

⁹⁸ *Ibidem*, ss. 17–22.

wodzą, że jednym z kluczowych słabych punktów tego rynku jest bezpieczeństwo obrotu.

W 2012 r. po konsultacjach środowiskowych (Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, portal StockWatch.pl, Autoryzowani Doradcy) rynek NC został zmodyfikowany. Punktem odniesienia dla wprowadzenia reformy był raport z 2013 r. na temat NC pt. *Analiza i diagnoza rynku NewConnect* (zob. wykres 10), którego autorami są pracownicy naukowcy Katedry Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu: dr inż. Dominika Fijałkowska, dr Michał Muszyński i dr Marek Pauka⁹⁹.

Wykres 10. Charakterystyka struktury rynku NC w latach 2007–2014



Źródło: Raport o rynku NewConnect 2015 rok. Podsumowanie funkcjonowania pierwszej alternatywnej platformy obrotu w Polsce, maj 2015, s. 20, [online] https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/2015-05-25_NEWCONNECTRaport2015.PDF, dostęp: 20.04.2017.

Przeprowadzona reforma miała na celu zwiększenie transparentności oraz bezpieczeństwa tego rynku. Celem nadrzędnym było zwiększenie zaufania do NC. Cztery podstawowe obszary NewConnect, w których przeprowadzone zostały główne zmiany w regulacjach Alternatywnego Systemu Obrotu (ASO) to¹⁰⁰:

- a) Kryteria wprowadzania do obrotu. Najważniejsze zmiany w tym obszarze to: minimalna wartość nominalna 1 akcji nie mniej niż 0,10 zł; mini-

⁹⁹ D. Fijałkowska, M. Muszyński, M. Pauka, *Analiza i diagnoza rynku NewConnect*, [s. l.] 2013.

¹⁰⁰ *Ibidem*, ss. 30–33.

mum 15% akcji objętych wnioskiem musi znajdować się w posiadaniu co najmniej 10 akcjonariuszy niepowiązanych z emitentem, z których każdy ma nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów; minimalna wartość kapitału własnego emitenta wynosi 500 tys. zł, przy czym w kwocie tej może się zawierać kapitał przyszłej rejestracji akcji objętych w wyniku oferty; zamieszczenie w dokumencie informacyjnym zbadanego sprawozdania finansowego za ostatni rok obrotowy; 12-miesięczna karencja dla akcji uprzywilejowanych cenowo; zawarcie umowy z Autoryzowanym Doradcą (na sporządzenie dokumentu informacyjnego oraz na okres trzech lat na doradztwo w zakresie obowiązków informacyjnych emitenta).

- b) Obowiązki informacyjne. Najważniejsze zmiany w tym obszarze to: istotnie rozszerzony katalog zdarzeń, do którego dodano m.in.: obowiązki informacyjne dotyczące prognoz (raporty bieżące i kwartalne stanowiska dotyczące realizacji prognoz); definicje aktywów o istotnej wartości i istotnej umowie; raport roczny zbadany przez biegłego rewidenta – jednostkowy i skonsolidowany (obowiązkowa konsolidacja sprawozdań finansowych); raporty kwartalne (bez obowiązku badania/przeglądu) jednostkowe i skonsolidowane (obowiązkowa konsolidacja sprawozdań finansowych), przy czym począwszy od raportów kwartalnych za III kwartał 2013 r. – znacznie poszerzono zakres raportu kwartalnego.
- c) Funkcjonowanie Autoryzowanych Doradców. Najważniejsze zmiany w tym obszarze to: wydłużony, wskazany jako minimalny, okres funkcjonowania na rynku podmiotów gospodarczych ubiegających się o status Autoryzowanego Doradcy; obowiązek posiadania co najmniej dwóch Certyfikowanych Doradców; brak powiązań z innym Autoryzowanym Doradcą; brak powiązań z emitentem; trzyletni obowiązek współpracy emitentów z Autoryzowanym Doradcą w zakresie wypełniania obowiązków informacyjnych. Zostały też nałożone dodatkowe obowiązki na Autoryzowanych Doradców, tj. obowiązek informowania o naruszeniach Regulaminu ASO przez emitentów, wobec których pełnią funkcję AD oraz obowiązek złożenia, wraz z wnioskiem o wprowadzenie, Raportu z Oferty Prywatnej sporządzonego przez AD.
- d) Sankcje. Oprócz funkcjonujących do tej pory sankcji stosowanych zarówno wobec emitentów, jak też i Autoryzowanych Doradców, czyli: upomnienia, zawieszenia i wykluczenia, wprowadzone zostały restrykcje finansowe w postaci kary w wysokości do 50 tys. zł. W odniesieniu do emitentów wprowadzono także możliwość nałożenia przez GPW obowiązku zawarcia umowy z AD po upływie obowiązkowych trzech lat oraz możliwość nałożenia na emitenta obowiązku zlecenia Autoryzowanemu Doradcy sporządzenia oraz opublikowania dokumentu zawierają-

czego m.in. wyniki analizy sytuacji finansowej i gospodarczej, a także ocenę perspektyw emitenta. W odniesieniu do Autoryzowanych Doradców wprowadzono element odpowiedzialności solidarnej, skutkujący nakładaniem sankcji zarówno w przypadku naruszenia przepisów przez AD, jak również przez emitenta, dla którego dany podmiot pełni funkcję AD.

2.3. Catalyst

Catalyst jest to rynek obligacji, który **rozpoczął działalność 30 września 2009 r.** Prowadzony jest obecnie na czterech platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (w formule: rynek regulowany i alternatywny system obrotu – przeznaczone dla klientów detalicznych) i BondSpot (dawne MTS CeTO przeznaczone dla klientów hurtowych w formule: regulowanego rynku pozagieldowego oraz alternatywnego systemu obrotu). Podstawowa różnica pomiędzy platformami jest taka, że na rynku prowadzonym przez BondSpot handlują praktycznie tylko instytucje. Inwestor indywidualny, teoretycznie, po zgłoszeniu się do profesjonalnego pośrednika, tj. biura maklerskiego, też mógłby się tam znaleźć, ale praktycznie barierą nie do pokonania jest jednak minimalna wartość jednej transakcji, która wynosi 100 tys. zł.

Rynek Catalyst tworzą w związku z tym cztery platformy obrotu¹⁰¹:

- regulowany system obrotu dla transakcji detalicznych – prowadzony przez GPW,
- regulowany system obrotu dla transakcji hurtowych – prowadzony przez BondSpot,
- alternatywny system obrotu dla transakcji detalicznych – prowadzony przez GPW,
- alternatywny system obrotu dla transakcji hurtowych – prowadzony przez BondSpot.

Handel na rynku Catalyst oparty na tego rodzaju rozwiązaniach gwarantuje wysoki standard, na który składa się wiele czynników, a przede wszystkim¹⁰²:

- wysoka płynność obrotu,
- ustandaryzowane i ujednolicone ramy regulacyjne,

¹⁰¹ http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw, dostęp: 21.04.2017.

¹⁰² T. Puzyrewicz, *Przewodnik dla inwestorów. Obligacje na rynku Catalyst*, Warszawa 2011, s. 10.

- standaryzacja warunków emisji umożliwiająca w praktyce efektywne porównanie rentowności instrumentów dłużnych,
- możliwość monitorowania i kontrolowania ryzyka inwestycyjnego za pomocą ciągłego dostępu do informacji świadczących o kondycji emitenta,
- wysokie wymagania wobec podmiotów będących uczestnikami rynku Catalyst.

Zgodnie z opublikowanym w czerwcu 2017 r. corocznym podsumowaniem rynku Catalyst¹⁰³ całkowita wartość obrotów na rynku Catalyst w latach 2010–2016 była największa w regionie i wyniosła 3,2 mld EUR. W tym też okresie udział emisji obligacji korporacyjnych, w liczbie wszystkich wprowadzonych do obrotu, wyniósł 87,8%. Na podstawie statystyk FESE¹⁰⁴, średni roczny wzrost liczby obligacji notowanych na Catalyst w latach 2010–2016 wyniósł 26,7%, co przełożyło się na wynoszący 313,1% wzrost w całym okresie funkcjonowania rynku. Dla porównania – rynek czeski (drugi w regionie pod względem liczby notowanych instrumentów) w latach 2010–2016 wzrósł zaledwie o 8,5%. Dane te potwierdzają silną pozycję polskiego rynku papierów dłużnych na tle państw Europy Środkowo-Wschodniej¹⁰⁵.

Wartość łącznych obrotów sesyjnych do końca 2016 r. wyniosła 15,0 mld zł, a udział emisji prywatnych w liczbie wszystkich emisji miał wartość 75,5%. Na koniec 2016 r. liczba instrumentów dłużnych notowanych na Catalyst osiągnęła 566 serii wyemitowanych przez 176 emitentów, z czego 68,0% stanowiły obligacje korporacyjne¹⁰⁶.

Silnym wyznacznikiem dynamiki rozwoju tego rynku jest liczba nowych emitentów obligacji, w ujęciu rok do roku, w okresie funkcjonowania Catalyst oraz struktura wszystkich pozaskarbowych emitentów (zob. wykres 11 i wykres 12). Dane przedstawione na wykresach jednoznacznie wskazują, że w obszarze struktury podmiotowej tego rynku, w sektorze nieskarbowych obligacji, prym wiodą przedsiębiorstwa. Ich dynamiczny przyrost w latach

¹⁰³ *Raport Catalyst w 2016 roku. Podsumowanie i perspektywy*. Grant Thornton, Edycja V, Czerwiec 2017, Warszawa 2017, s. 19, [online]
http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw, dostęp: 21.04.2017.

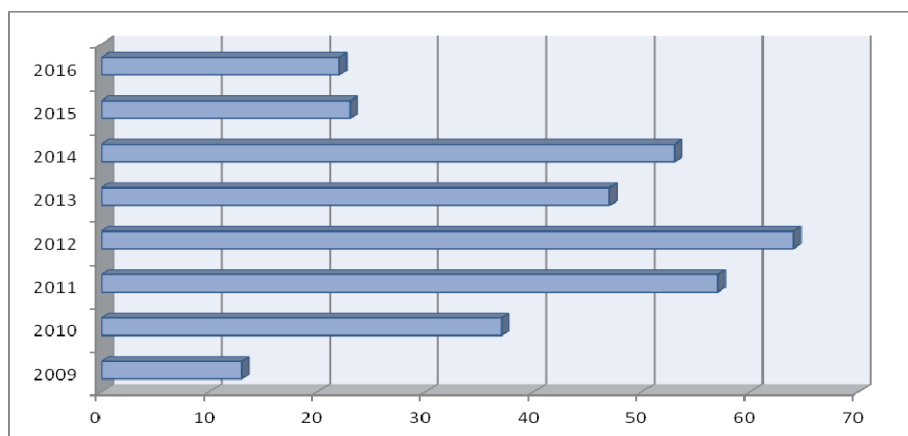
¹⁰⁴ FESE (Federation of European Securities Exchanges), czyli Federacja Europejskich Gield Papierów Wartościowych, reprezentuje 35 gield papierów wartościowych, obligacji, instrumentów pochodnych i towarów za pośrednictwem 19 pełnoprawnych członków z 28 krajów, a także 1 członka stowarzyszonego i 1 obserwatora. Zapewnia najbardziej kompletne źródło danych statystycznych pochodzących z europejskich gield papierów wartościowych. Prowadzi badania dotyczące najbardziej aktualnych tematów w branży.

¹⁰⁵ *Ibidem*.

¹⁰⁶ *Ibidem*, ss.18–20.

2011–2014 dowodzi, że pomimo spowolnienia w gospodarce, zainteresowanie pozabankowym finansowaniem zewnętrznym nie spadło. Biorąc pod uwagę chociażby wartości depozytów bankowych, jakie zgromadziły zarówno podmioty gospodarcze, jak i gospodarstwa domowe, stwierdzić należy, że potencjał tego rynku jest bardzo duży.

Wykres 11. Liczba nowych emitentów na rynku obligacji GPW Catalyst w latach 2009–2016



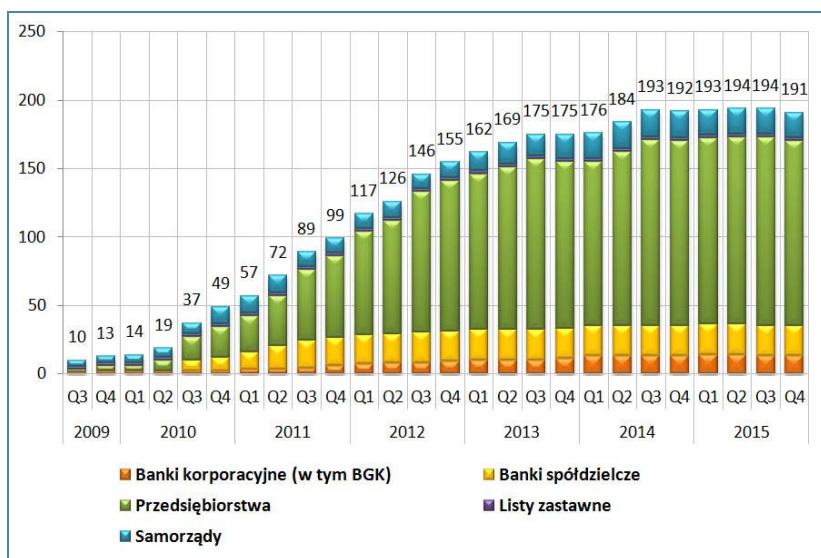
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych według: <https://gpcatalyst.pl/statystyki>, dostęp: 10.11.2017.

Działalność na rynku Catalyst prowadzić mogą podmioty posiadające status uczestnika Catalyst. Uczestnikiem Catalyst może zostać¹⁰⁷:

- firma inwestycyjna,
- zagraniczna firma inwestycyjna,
- instytucja kredytowa,
- inny podmiot, spełniający wymogi określone właściwymi przepisami prawa, dający rękojmię prawidłowego wykonywania obowiązków związanych z działaniem na Catalyst.

¹⁰⁷ <https://gpcatalyst.pl/o-rynku>, dostęp: 12.11.2017.

Wykres 12. Liczba i rodzaj emitentów nieskarbowych obligacji dostępnych na rynku Catalyst w latach 2009–2015



Źródło: <https://strefainwestorow.pl/artykuly/obligacje/20160405/najmlodsze-dziecko-gpw-rynek-catalyst>, dostęp: 12.11.2017.

Uczestnik Catalyst może składać zlecenia i zawierać transakcje za pomocą wszystkich instrumentów wprowadzonych do obrotu i może to robić na rachunek własny lub na rachunek klienta.

W ujęciu przedmiotowym na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz BondSpot są notowane zdematerializowane instrumenty finansowe, takie jak: obligacje korporacyjne, obligacje komunalne oraz listy zastawne. Obrót obligacjami w ramach Catalyst odbywa się za pośrednictwem licencjonowanych domów i biur maklerskich, zobowiązanych do przestrzegania standardów wyznaczonych przez regulacje prawne dotyczące obrotu papierami wartościowymi, a wyznaczone przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz organizatorów rynku (GPW i BondSpot).

Na wszystkich rynkach Catalyst obowiązuje system notowań ciągłych – oznacza to, że kurs instrumentów finansowych podczas sesji jest ustalany w sposób ciągły, a transakcje zawierane są po różnych cenach. Na rynkach hurtowych mogą być przeprowadzane również transakcje pakietowe¹⁰⁸.

¹⁰⁸ http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Catalyst_broszura-korporacyjne.pdf, dostęp: 21.04.2017.

Nie bez znaczenia dla atrakcyjności, transparentności i bezpieczeństwa tego rynku pozostaje również dostęp do informacji. Dostęp do informacji z Catalyst w czasie rzeczywistym jest możliwy za pośrednictwem autoryzowanych dystrybutorów serwisów giełdowych (ich listę inwestorzy znajdą na stronie www.gpwcatalyst.pl). Abonenci dystrybutorów mają łatwy dostęp do notowań giełdowych, ponieważ dane te odbierają za pośrednictwem tych samych aplikacji, które wykorzystują do obserwacji notowań na Głównym Rynku GPW i NewConnect. Oprócz dostępu do danych za pośrednictwem dystrybutorów, giełda warszawska oferuje wszystkim inwestorom odpłatną usługę bezpośredniego dostarczania danych z Catalyst. Każdy zainteresowany otrzymuje indywidualne hasło do serwisu internetowego, umożliwiające dostęp do danych na temat wszystkich instrumentów notowanych na Catalyst w czasie rzeczywistym¹⁰⁹.

2.4. Rynek towarowy

Giełda, w szerokim tego słowa znaczeniu, jako podmiot gospodarczy działający w obszarze rynku finansowego, bez wątpienia jest dzisiaj jedną z ważniejszych instytucji współczesnej gospodarki wolnorynkowej. To oczywiste, że ma znaczący wpływ nie tylko na obecny stopień rozwoju gospodarki, ale także na jej perspektywy. Giełda jednak to nie tylko papiery wartościowe typu akcje czy obligacje. Rozwój rynku kapitałowego funkcjonującego w okresie przyspieszającej informatyzacji bardzo szybko doprowadził do wyodrębnienia się wyspecjalizowanych rynków giełdowych. Jednym z takich właśnie, wyizolowanych w ujęciu organizacyjnym, rynków jest giełda towarowa. Co więcej, w rzeczywistości to rynek towarowy stał się pierwowzorem funkcjonujących obecnie rynków papierów wartościowych. Przedmiotem obrotu na giełdzie towarowej są towary masowe o ujednoliconej charakterystyce pod względem jakości.

W ujęciu globalnym do grupy towarów będących najczęściej przedmiotem obrotu giełd towarowych należą¹¹⁰:

- produkty roślinne, m.in.: pszenica, jęczmień, owies, proso, kukurydza, żyto, nasiona roślin oleistych (soja, orzeszki ziemne, konopie, słonecznik), tłuszcze roślinne, kakao, kawa, cukier;
- bawełna, juta, kauczuk;

¹⁰⁹ T. Puzyrewicz, *Przewodnik...*, *op. cit.*, s. 42.

¹¹⁰ https://mfiles.pl/pl/index.php/Gie%C5%82da_towarowa, dostęp: 30.06.2017.

- metale, m.in.: aluminium, cynk, miedź, ołów, nikiel, srebro, wolfram;
- chemikalia, np.: alkohol etylowy i metylowy, kamfora, gliceryna, soda kaustyczna;
- paliwa;
- smary.

Jednym z głównych zadań giełd towarowych, obok usprawnienia obrotu, jest dostarczanie i kreowanie informacji w zakresie trendów cen będących wynikiem ścierania się sił popytu i podaży. W ujęciu globalnym jest to rynek bardzo zróżnicowany i rozwinięty, a wielkość jego obrotów może konkurować ze skalą transakcji przeprowadzanych na giełdach papierów wartościowych. Największe giełdy towarowe na świecie to¹¹¹:

- European Exchange (EUREX) – Unia Europejska,
- Euronext – Unia Europejska,
- Marche a Terme International de France (MATIF) – Francja,
- Hong Kong Futures Exchange (HKFE) – Hongkong,
- Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) – Japonia,
- Tokyo Commodity Exchange (TOCOM) – Japonia,
- Deutsche Terminbörse (DTB) – Niemcy,
- Moscow Interbank Currency Exchange (MICEX) – Rosja,
- Singapore International Monetary Exchange (SIMEX) – Singapur,
- Chicago Board of Trade (CBOT) – USA,
- Chicago Mercantile Exchange (CME) – USA,
- Chicago Board Options Exchange (CBOE) – USA,
- New York Mercantile Exchange (NYMEX) – USA,
- New York Cotton Exchange (NYCE) – USA,
- Swiss Options & Financial Futures Exchange (SOFFEX) – Szwajcaria,
- London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) – Wielka Brytania,
- London Metal Exchange (LME) – Wielka Brytania,
- Stockholmborsen AB (OMLX) – Szwecja.

Uznaje się, że kolebką rynku towarowego w Europie są szesnastowieczne północne Włochy¹¹². Warto jednak pamiętać, że równie istotnym źródłem handlu towarami z wykorzystaniem kontraktów terminowych jest Japonia

¹¹¹ *Ibidem*.

¹¹² Por. M. Drewiński, *Giełdy towarowe*, Warszawa 1997.

i tamtejsza giełda ryżu. Giełdy towarowe to również kolebka handlu instrumentami finansowymi, które wykształciły się jako skutek magazynowania towarów w wyniku efektu sezonowości. Jednym z pierwszych rodzajów instrumentów, jakimi zaczęto powszechnie się posługiwać, były kontrakty terminowe. Udział instrumentów finansowych w handlu znacząco podniósł zaufanie do rynku oraz jego płynność (gwarancję uzyskania ceny). Wprowadzenie nierzeczywistego handlu za pośrednictwem instrumentów finansowych bardzo szybko przyciągnęło również osoby, które chciały zarobić na wahanich cen („kupuję tanio, sprzedaję drogo” – to w takim sposobie myślenia w istocie doszukiwać się należy źródła i znaczenia spekulacji). W ten sposób na giełdach towarowych wykształcił się nierzeczywisty handel towarami, czyli spekulacja, która dodatkowo wpłynęła na wzrost popularności i płynności giełd.

Na świecie funkcjonuje obecnie około 50 dużych giełd towarowych, na których przedmiotem obrotu jest ponad 90 towarów. Głównymi globalnymi centrami handlu towarowymi instrumentami pochodnymi są: Chicago oraz Nowy Jork i Londyn.

W Polsce wzrost dynamiki rozwoju rynku towarowego przypada na koniec XIX i początek XX w. Śledząc najnowszą historię, wskazać należy, że powstanie spółki, której przedmiotem był handel towarami, zapoczątkowane zostało ogłoszeniem przez Ministra Skarbu Państwa w lipcu 1999 r. przetargu na wybór konsorcjum, które utworzy i uruchomi giełdę energii w Polsce. W 2003 r. (jako pierwsza i do tej pory jedyna) Towarowa Giełda Energii (TGE) uzyskała licencję od Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisji Nadzoru Finansowego) na prowadzenie giełdy towarowej. Istniejące regulacje prawne i nadzór KNF zapewniają prawidłowe funkcjonowanie rynku i skutecznie zapobiegają ewentualnym patologiom spekulacyjnym¹¹³.

Stopniowo rozszerzono zakres działalności w obszarze rynku towarowego. Od 2012 r. grupa spółek skupionych wokół GPW dodatkowo organizuje i prowadzi obrót na rynkach prowadzonych przez Towarową Giełdę Energii SA (TGE, TGE SA). Są to:

- rynki energii (Rynek Dnia Bieżącego, Rynek Dnia Następnego, Rynek Terminowy Towarowy, aukcje energii);
- Rynek Praw Majątkowych;
- Rynek Uprawnień do Emisji CO₂.

¹¹³ <https://www.tge.pl/pl/9/historia-tge>, dostęp: 11.07.2017.

Ponadto, od I kwartału 2012 r. grupa tych spółek – za pośrednictwem spółki Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych SA (IRGiT, IRGiT SA) – prowadzi Izbę Rozliczeniową oraz Izbę Rozrachunkową, natomiast za pośrednictwem spółki TGE SA – Rejestr Świadectw Pochodzenia¹¹⁴.

Podstawowy zakres działalności Towarowej Giełdy Energii SA realizowany jest w wyniku prowadzenia giełdy towarowej, na której przedmiotem obrotu może być¹¹⁵:

- a) energia elektryczna;
- b) paliwa ciekłe i gazowe;
- c) limity wielkości produkcji, w szczególności produkcji elektrycznej;
- d) limity wielkości emisji zanieczyszczeń;
- e) prawa majątkowe wynikające ze świadectw pochodzenia, o których mowa w art. 9e ust. 1, art. 9l ust. 1 i art 9o ust. 1 Ustawy z dnia 10 kwietnia 1997 r. – Prawo energetyczne (Dz. U. z 2006 r. Nr 89 poz. 625 z późn. zm.);
- f) niebędące instrumentami finansowymi prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości oznaczonych, co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, paliw gazowych, mierników i limitów wielkości produkcji, emisji zanieczyszczeń lub praw majątkowych, o których mowa w podpunkcie e);
- g) prawa majątkowe wynikające ze świadectwa efektywności energetycznej, o których mowa w art. 25 ust. 1 Ustawy z dnia 15 kwietnia 2011 r. o efektywności energetycznej (Dz. U. z 2011 r. Nr 94 poz. 551).

W praktyce podstawowymi towarami, jakimi handluje się na TGE SA, są energia elektryczna i gaz ziemny. Dochodzą do tego uprawnienia do emisji CO₂ oraz prawa majątkowe (tzw. certyfikaty: zielone, czerwone, żółte, białe, fioletowe, błękitne – kolor w nazwie zależy od rodzaju źródła, z którego została energia wyprodukowana). Technicznie można też wyróżnić wiele rodzajów kontraktów terminowych na fizyczną dostawę w podziale na okres dostawy – tj. kontrakty: roczne, sezonowe, kwartalne, miesięczne, tygodniowe, dobowe, godzinowe – praktycznie jednak mają one niewielkie zastosowanie z uwagi na ograniczoną płynność.

Wielkość obrotów realizowanych w ramach handlu na TGE SA jest w znacznym stopniu uzależniona od wprowadzanych przez państwo regulacji,

¹¹⁴ https://www.gpw.pl/o_spolce, dostęp: 11.07.2017.

¹¹⁵ <https://www.tge.pl/pl/10/zakres-dzialalnosci>, dostęp: 11.07.2017.

i tak na przykład wytwórcy energii elektrycznej (np. PGE) są zobowiązani do sprzedaży 15%, a wcześniej nawet 100%, swojej produkcji za pośrednictwem TGE. W latach 2013–2016 rynek liberalizował się i obroty wyraźnie rosły.

Można przyjąć, że to Towarowa Giełda Energii jest w Polsce prekursorem i kluczowym podmiotem, jeśli chodzi o obrót towarowy ze szczególnym uwzględnieniem energii elektrycznej i gazu ziemnego. Warto jednocześnie podkreślić, że wielkość i znaczenie rynku towarowego w Polsce jest niewspółmiernie mniejsza od tego, jaką ma on w krajach z gospodarką rozwiniętą, np. Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej.

Co ciekawe, w ujęciu statystycznym, TGE zakończyła 2015 r. z najwyższymi w historii wolumenami na rynkach spot energii elektrycznej i gazu¹¹⁶. Natomiast 2016 r. nie był już tak dobry, ze względu na przeniesienie znacznej części hurtowego obrotu energią elektryczną na rynek OTC¹¹⁷. Obecny poziom rozwoju tego rynku w Polsce określić można jako dość zaawansowany, porównywalny np. do rynku niemieckiego. Świadczyć o tym może chociażby fakt, że zgodnie z europejską tendencją, TGE przygotowuje się na zmiany, jakie powinny być wdrożone 3 stycznia 2018 r. za pomocą implementacji europejskiej dyrektywy o rynku instrumentów finansowych MiFID II i rozporządzenia MiFIR. Są one fundamentami unijnych regulacji rynków finansowych, które mają zapewnić jak najwyższy stopień ochrony podmiotom inwestującym w instrumenty finansowe.

¹¹⁶ https://tge.pl/fm/upload/Raporty-Miesieczne/2015/TGE_Folder_2015_8517.pdf, dostęp: 11.07.2017.

¹¹⁷ <http://raporttrocznygpw.pl/pl/rynek-towarowy>, dostęp: 12.11.2017.

3. RYNEK WALUTOWY I JEGO SPECYFIKA

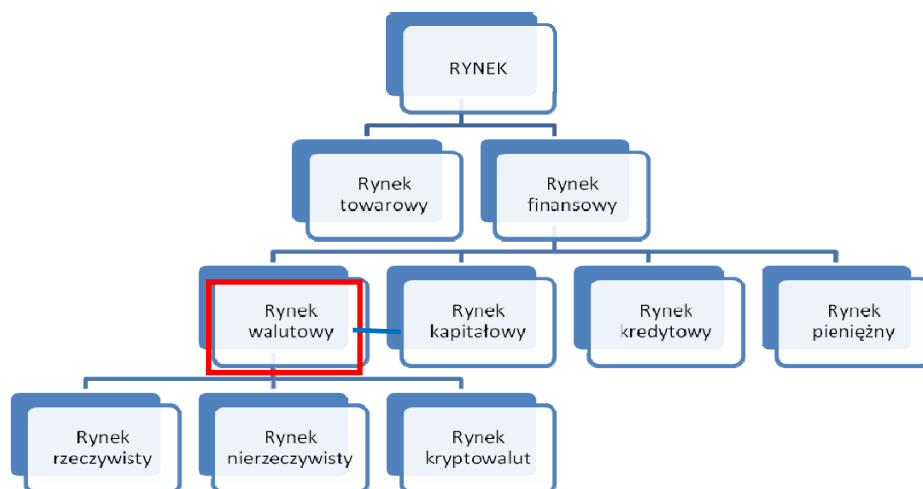
Rynek walutowy to rynek, na którym handluje się walutami. Na rynku tym tworzy się kurs walutowy (kurs wymiany), który odzwierciedla stosunek ceny jednej waluty do drugiej. Handel może odbywać się zarówno na rynku kasowym (wymiana jest dokonywana natychmiast), jak i rynku terminowym (wymiana zostanie dokonana w późniejszym, ściśle określonym, terminie). Rynek terminowy, czyli rynek, na którym transakcje zawiera się, opierając się na derywatach (instrumentach pochodnych), to obecnie trzon rynku walutowego. Popularność tego rynku, jak również fakt, że większość transakcji realizowana jest w sposób nierzeczywisty spowodowały, że w ciągu ostatnich lat jest on postrzegany jako swoista alternatywa dla klasycznych rynków kapitałowych, takich jak giełdy papierów wartościowych.

Najważniejszymi uczestnikami rynku walutowego są inwestorzy, którzy zajmują się wyłącznie spekulacją. To oni bowiem w głównej mierze zapewniają płynność. Ponadto aktywne są podmioty zajmujące się eksportem bądź importem towarów lub usług realizowanym w ramach swojej działalności operacyjnej. Do trzeciej istotnej grupy uczestników rynku walutowego należą banki centralne, które sprzedają lub skupują walutę, aby zapobiegać nadmiernemu wzrostowi bądź spadkowi danej waluty (interwencja).

Definiując rynek walutowy, należy zauważyć, że w ciągu ostatnich lat, wskutek rozwoju techniki i transferu informacji, bardzo zbliżył się on do klasycznego rynku kapitałowego (zob. schemat 3). Na obu tych rynkach zawierane są transakcje średnio- i długoterminowymi instrumentami finansowymi. W przypadku giełd papierów wartościowych są to zazwyczaj akcje i obligacje, a w przypadku rynku walutowego – waluty, a bardziej szczegółowo – instrumenty finansowe oparte na kursie walutowym. Podobnie szeroko charakteryzuje rynek walutowy Edmund Pietrzak, gdy stwierdza, że jest to „miejsce, w którym dochodzi do konfrontacji popytu i podaży na waluty

oraz zespół reguł, według których zawierane są transakcje walutowe, a także ogół urządzeń i czynności technicznych prowadzących do ich zawarcia”¹¹⁸.

Schemat 3. Miejsce rynku walutowego w ogólnej strukturze rynku



Źródło: opracowanie własne.

Rozwój rynku walutowego w obszarze inwestycyjnym spowodował, że obecnie skutecznie konkuruje on z giełdą. Elektroniczne systemy transakcyjne w postaci dedykowanych platform internetowych, praktycznie niczym nieograniczona płynność oraz handel 24 godziny na dobę powodują, że rynek walutowy dzisiaj w niczym nie przypomina rynku walut sprzed kilkunastu lat.

O znaczeniu i praktycznie nieograniczonych możliwościach rynku walutowego świadczyć może fakt, że od kilku lat (od ok. 2009 r.) poza systemem bankowym, dynamicznie rozwija się rynek kryptowalut. Powstający swoisty dualizm rynku walutowego jest konsekwencją spadku zaufania i roli instytucji finansowych jako filarów bezpieczeństwa, rosnącego znaczenia rozliczeń bezgotówkowych, transformacji elektronicznych systemów płatniczych oraz globalizacji.

Rynek kryptowalut, z których najpopularniejszą jest dzisiaj oczywiście bitcoin (BTC), to coś znacznie więcej niż tylko wirtualny pieniądz oparty na

¹¹⁸ E. Pietrzak, K. Szymański, *Międzynarodowy rynek walutowy i finansowy*, Gdańsk 1991, s. 9.

elektronicznym przesyłaniu danych za pomocą Internetu. Kryptowaluty (a jest ich już dzisiaj ponad 200¹¹⁹) to przede wszystkim innowacyjna technologia bazująca na rozwiązaniach sieci peer-to-peer, czyli pełnym rozproszeniu, braku centralnej jednostki sterującej, organizacji, struktury lub miejsca, które kontroluje i nadzoruje system. Można przyjąć, że w zakresie kontroli i nadzoru jest to bezpośrednie nawiązanie do zdecentralizowanego rynku OTC, czyli rynku walutowego. Użytkownicy tego systemu, a konkretniej ich komputery, są węzłami systemowej sieci, za pomocą których następuje wymiana transakcji, ich autoryzacja i rozliczanie. Warto podkreślić, że transakcje te odbywają się bez pośredników. System przechowuje informacje o stanie posiadania w umownych jednostkach kryptowaluty¹²⁰. Tworzone w ten sposób specjalne portfele podlegają zabezpieczeniu zbliżonemu do tego, jakie dzisiaj oferują internetowe konta bankowe. Dodatkowo zastosowanie zaawansowanych metod matematycznych i kryptograficznych uniemożliwia podwójne wydanie kryptowaluty, jej podrobienie lub kradzież¹²¹. Cały system oparty jest na technologii blockchain, czyli na tzw. łańcuchu bloku danych, polegającym na utrzymaniu wspólnej, zbiorowej księgi rozrachunków transakcji, która ma postać cyfrową i jest ogólnie dostępna. Transakcje realizowane w oparciu o kryptowaluty są publiczne – dostępne dla wszystkich, ale widoczne tylko w ramach praw dostępu dla danego użytkownika. Ponadto są one niemożliwe do odwrócenia i nie ma możliwości oszukiwania¹²².

Bitcoin, jako najbardziej popularna kryptowaluta na świecie, również oparty jest na takich właśnie zabezpieczeniach. O ich jakości świadczyć może fakt, że dzisiaj już nie tylko osoby fizyczne odkryły w bitcoinie walor inwestycyjny. Zainteresowały się nim również tzw. profesjonalne instytucje finansowe, co ostatecznie spowodowało, że od 2014 r. wartość bitcoina wzrosła 60-krotnie, a największa dynamika miała miejsce w latach 2016–2017 (zob. wykres 13).

¹¹⁹ Stan na grudzień 2017 r.

¹²⁰ <https://businessinsider.com.pl/finanse/kryptowaluty/czym-sa-bitcoin-i-kryptowaluty/05f5ned>, dostęp: 20.12.2017.

¹²¹ *Ibidem*.

¹²² <https://www.lazarski.pl/pl/wydzialy-i-jednostki/instytuty/wydzial-ekonomii-i-zarzadzania/centrum-technologiei-blockchain/co-powinnismy-wiedziec-o-technologiei-blockchain/>, dostęp: 20.12.2017.

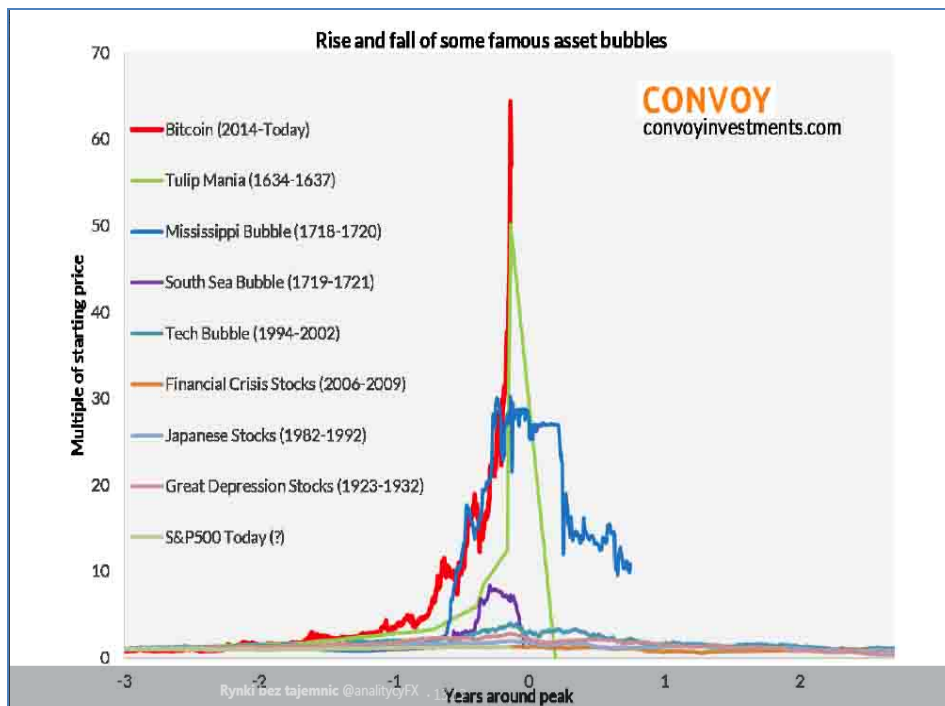
Wykres 13. Kurs bitcoina (BTC) do dolara amerykańskiego (USD) w latach 2016–2017



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://pl.investing.com/currencies/btc-usd-chart>, dostęp: 21.12.2012.

Obecnie (stan na grudzień 2017 r.) szacuje się, że kapitalizacja rynkowa bitcoina oscyluje w pobliżu 200 mld dolarów amerykańskich (USD). Dynamika wzrostu wartości tej kryptowaluty jest tak potężna, że pojawił się pogląd, że jest to największa na świecie piramida finansowa – matka wszystkich baniek spekulacyjnych (zob. wykres 14). Ze względu na charakter i dynamikę wzrostu ceny, bitcoin często porównywany jest do tulipomanii – historycznie największej bańki spekulacyjnej na rynku cebulek tulipanowych, której kres rozpoczął się dokładnie 3 lutego 1637 r. na giełdzie tulipanów w Amsterdamie.

Wykres 14. Kurs bitcoina jako bańka wszech czasów



Źródło: [www//convoyinvestments.com](http://convoyinvestments.com); <http://admiralmarkets.blox.pl/html>, dostęp: 21.12.2017.

Analizując przyczyny powstania oraz ogromne zainteresowanie towarzyszące kryptowalutom, stwierdzić należy, że nie jest to zjawisko jednorodne i bez znaczenia. Bez cienia przesady można powiedzieć, że jest to zwiastun kierunku przyszłych zmian w tradycyjnym systemie finansowym, w którym główną rolę odgrywają tzw. profesjonalne instytucje finansowe, czyli banki. Pytaniem otwartym pozostaje: jak ostatecznie ewoluować będzie elektroniczny pieniądz i jaka rola przypadnie w systemie (jeśli w ogóle przypadnie) bankowym instytucjom finansowym?

3.1. Mechanizmy funkcjonowania rynku walutowego – handel i kurs walutowy

Rynek walutowy jest dość specyficzny. Wynika to m.in. z tego, że handel na nim rozpoczyna się o godzinie 23.00 w niedzielę i trwa nieprzerwanie aż do

piątku do godziny 22.00 czasu środkowoeuropejskiego. Jest to rynek globalny, czyli otwarcie rynku w Europie zbiega się z porą zamknięcia rynków azjatyckich, zamknięcie rynku w Europie zbiega się z kolei z otwarciem notowań amerykańskich, a zamknięcie rynku amerykańskiego to otwarcie rynku w Australii, następnie w Azji itd. Charakterystyka rynku walutowego przedstawia się następująco:

- główne rynki to: Londyn, Nowy Jork i Tokio,
- obrót tylko w USA i Wielkiej Brytanii stanowi ponad połowę obrotu na tym rynku,
- handel jest największy, kiedy sesje na różnych rynkach nakładają się na siebie,
- prawie dwie trzecie działalności rynku walutowego w Nowym Jorku odbywa się rano, gdy europejskie rynki są otwarte.

W efekcie inwestor jest w stanie dokonywać transakcji praktycznie w dowolnym momencie, w dowolnym miejscu na świecie. Tak jak akcjami na giełdzie, tak tutaj handluje się określonymi walutami. Na giełdzie papierów wartościowych akcje przynależą do określonych indeksów, na rynku walutowym mamy do czynienia z dużą liczbą różnorodnych par walutowych, które same w sobie stanowią „lokalne rynki”, jedne są większe i bardziej płynne, jak np. para EUR/USD inne typowo lokalne i niszowe, jak np. EUR/CZK czy USD/PLN.

Bezpośrednim powodem całodobowego handlu jest pełna **decentralizacja** rynku polegająca na tym, że istnieje możliwość składania zleceń na całym świecie i brak jest jednego głównego nadzorcy (jest to rynek typu OTC). W Polsce do czasu kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych typu *subprime*, w sierpniu 2008 r., nadzór nad rynkiem walutowym był bardzo ograniczony. W wyniku tego wydarzenia i gwałtownego wzrostu zainteresowania rynkiem walutowym nadzór był stopniowo rozszerzany. Instytucją nadzorującą w Polsce jest Komisja Nadzoru Finansowego, a np. w Wielkiej Brytanii – The Financial Services Authority (FSA). Statystycznie około 80–90% operacji na tym rynku odbywa się między instytucjami finansowymi, głównie bankami, bez jakiegokolwiek pośrednictwa. Pozostałe 10–20% transakcji to transakcje banków i brokerów z ich klientami. Należy w tym miejscu dodać, że ostatnie lata przyniosły skokowy wzrost popularności tego rynku i w efekcie rosnący udział tzw. handlu detalicznego (głównie za pośrednictwem dedykowanych elektronicznych platform transakcyjnych). Warto też mieć na względzie, że transakcje na rynku walutowym oparte są

w znacznym stopniu nie na rzeczywistej dostawie waluty, a na rozliczeniach z tytułu różnic kursowych, co w linii prostej prowadzi do silnego udziału w tym rynku instrumentów pochodnych.

Dla zobrazowania skali: w kwietniu 2013 r. dzienny obrót na globalnym rynku walutowym (FX) wyniósł 5,3 bln USD! (na akcjach jedynie 0,22 bln USD). W Polsce na rynku OTC obrót w tym samym okresie wyniósł 7,56 mld USD. Z kolei średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku walutowym w kwietniu 2016 r. wyniosły 9,116 mld USD (wzrost w porównaniu z kwietniem 2013 r. o 21% według kursów bieżących), w tym 5,959 mld USD stanowiły transakcje z udziałem złotego¹²³.

Na rynku walutowym, podobnie jak na giełdzie papierów wartościowych, prowadzony jest dwojakiego rodzaju handel:

- a) handel na rynku bieżącym, czyli rynku spot (ang. *spot market*),
- b) handel na rynku terminowym (ang. *forward market*).

Odpowiednikiem ceny akcji na rynku walutowym jest **kurs walutowy**, czyli cena jednej waluty wyrażona w jednostkach waluty innego kraju, innymi słowy: **stosunek, w jakim jedna waluta jest wymieniana na drugą**. Najważniejszym zadaniem kursu walutowego jest funkcja przelicznika jednej waluty na drugą. W literaturze przedmiotu określa się, że kurs walutowy jest istotną kategorią ekonomiczną i stanowi ważny instrument polityki gospodarczej¹²⁴. Pełni rolę parametru decyzyjnego i jest jednym z najistotniejszych instrumentów pośredniego zarządzania handlem zagranicznym¹²⁵.

Kurs walutowy pełni w gospodarce szereg funkcji, z których najważniejsze to¹²⁶:

- funkcja kształtowania polityki pieniężnej i gospodarczej,
- funkcja informacyjno-decyzyjna,
- funkcja cenotwórcza,
- funkcja identyfikacji poprzez porównywanie gospodarek i dochodów,
- funkcja alokacyjna,
- funkcja bezpieczeństwa obrotu gospodarczego.

¹²³ BIS *Triennial Central Bank 2013*, [online] <https://www.bis.org/publ/rpfx13.htm>, dostęp: 15.05.2017; *Raport Narodowego Banku Polskiego*, wrzesień 2013, [online] <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/obroty.html>, dostęp: 15.05.2017.

¹²⁴ R. Rapacki (red.), *Ekonomia*, t. 2, Warszawa 1995, s. 300.

¹²⁵ https://mfiles.pl/pl/index.php/System_kurs%C3%B3w_walutowych, dostęp: 19.05.2017.

¹²⁶ Por. <https://www.nbportal.pl/sloownik/pozycje-sloownika/kurs-walutowy>, dostęp: 19.05.2017.

Kurs walutowy, podobnie jak cena akcji na giełdzie papierów wartościowych, reaguje z wyprzedzeniem na określone zjawiska i czynniki. Dlatego też mówi się, że rynek „żyje przyszłością”, czyli np. oczekiwane wydarzenie polityczne lub publikacja danych makroekonomicznych może „być już w cenach”, co oznacza, że kurs walutowy już dzisiaj „ustawił się pod” najbardziej prawdopodobny oczekiwany w przyszłości scenariusz.

Rynek walutowy, co do zasady, należy do najmniej przewidywalnych segmentów rynku finansowego¹²⁷. Wynika to z praktycznie nieograniczonej liczby czynników stałych i zmiennych, które mają wpływ na kształtowanie się kursu walutowego. Mamy tutaj do czynienia zarówno z czynnikami nierynkowymi, czyli odnoszącymi się bezpośrednio do specyfiki określonej waluty, jak też i rynkowymi, w szerokim tego słowa znaczeniu. Dlatego też bardzo często mówi się, że prognozowanie kursu walutowego jest, jak wróżenie z fusów, co w ujęciu praktycznym stanowi szczególne uzasadnienie dla budowania prognoz w ujęciu średnioterminowym (powyżej 1 kwartału) i długoterminowym (powyżej 1 roku).

W grupie klasycznych czynników wpływających na kształtowanie kursu walutowego wyróżnić należy czynniki:

- 1) ekonomiczne, a w tym:
 - stopy inflacji,
 - relacje stóp procentowych,
 - popyt i podaż na waluty obce,
 - stan bilansu handlowego i płatniczego,
 - stan koniunktury gospodarczej,
 - poziom inwestycji zagranicznych,
 - politykę walutowo-dewizową;
- 2) polityczne;
- 3) psychologiczne;
- 4) spekulacyjne;
- 5) inne.

¹²⁷ Na podstawie cyklicznych raportów z lat 2008–2016 Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) na temat sytuacji na rynku walutowym (FX). Raporty są dostępne na stronie WWW NBP: <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/obroty.html>, dostęp: 20.05.2017.

Bez wątpienia najciekawszą grupę stanowią czynniki określone jako spekulacyjne. Są one najmniej prognozowalne (najbardziej niebezpieczne inwestycyjnie), a jednocześnie, w ujęciu krótkoterminowym, mają największy wpływ na kształtowanie się kursu walutowego. Jednym z czynników o takim charakterze są ataki spekulacyjne postrzegane jako zjawisko charakterystyczne głównie dla kryzysu walutowego – jednak nie jest to powszechną regułą. Celem ataku jest nabycie i późniejsze szybkie wyprzedanie określonych aktywów, w tym wypadku waluty, ukierunkowane na uzyskanie jak największego zysku. W przypadku rynku walutowego osiągnięty zysk (z wyprzedazy waluty) jest związany z różnicą kursu przed i po deprecjacji waluty¹²⁸.

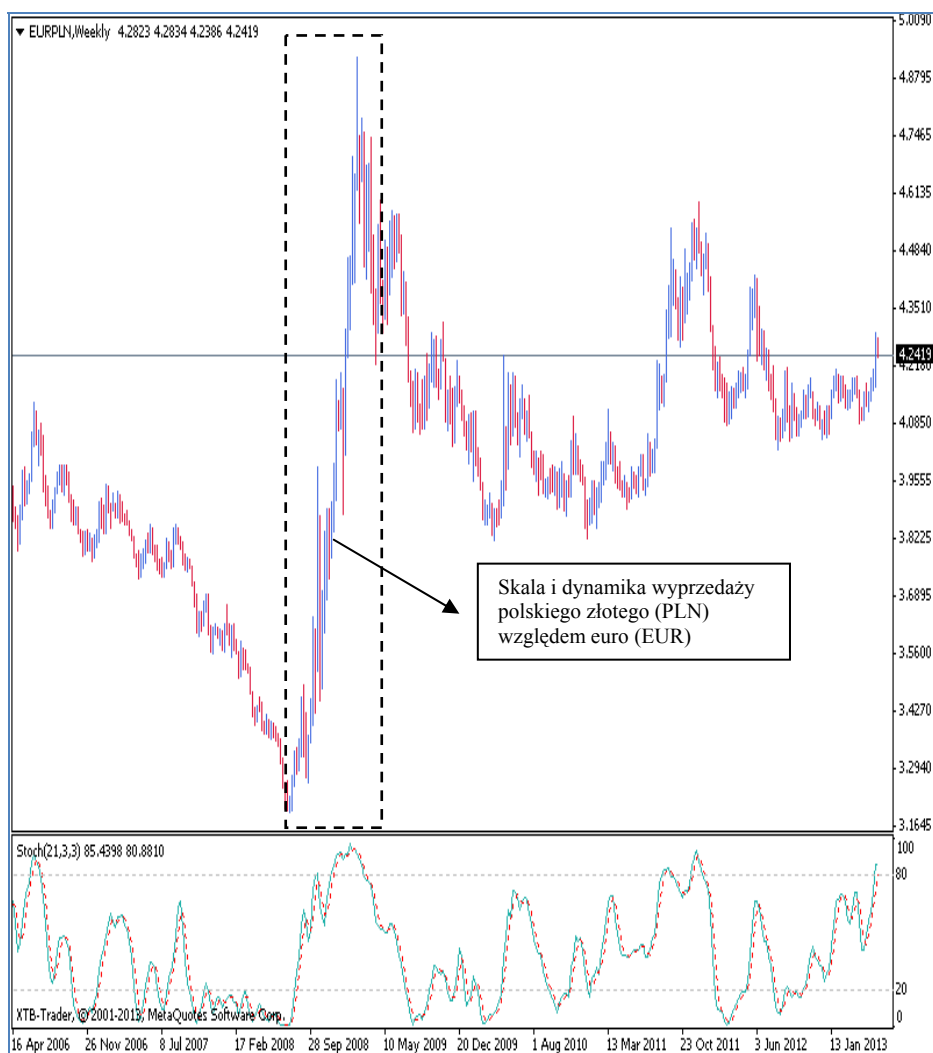
Najbardziej znanym i spektakularnym atakiem spekulacyjnym opartym na wycenie funta szterlinga (GBP) było „rzucenie na kolana Banku Anglii” przez George’a Sorosa w 1992 r. („czarna środa”)¹²⁹. Z kolei lata 1994–1995 to słynne kryzysy walutowe w Meksyku i Argentynie oraz udana obrona przed atakiem spekulacyjnym na hongkońskiego dolara. W latach 1997–1998 miało miejsce powszechne załamanie się notowań walut krajów wschodniej Azji. Atakom uległy takie kraje, jak: Malezja, Tajlandia, Tajwan, Indonezja czy Korea Południowa. Następstwem tych ataków były kryzysy w innych krajach rozwijających się, m.in. w Brazylii¹³⁰. W Polsce możemy mówić o kryzysie walutowym w okresie od lipca 2008 do marca 2009 r., kiedy to wskutek światowego kryzysu finansowego doszło do gwałtownej wyprzedazy walut regionu, w tym też i polskiego złotego (PLN). Warto uzmysłowić sobie, że wyprzedaż miała charakter spektakularny w historii tego rynku w Polsce, chociażby z uwagi na fakt, że rozpoczęła się z poziomów ekstremalnie niskich (przy bardzo silnym złotym) i trwała nieprzerwanie od połowy lipca 2008 do 22 lutego 2009 r. W efekcie polski złoty w ciągu zaledwie pół roku stracił od 30–40% wartości w zależności od pary walutowej. Na rynku pary EUR/PLN wyprzedaż wywindowała kurs z poziomu 3,20 do 4,92 (zob. wykres 15), na rynku CHF/PLN kurs „skoczył” z 1,96 do 3,32, na rynku pary USD/PLN z ok. 2,02 do 3,91!

¹²⁸ <https://www.nbportal.pl/sloownik/pozycje-sloownika/atak-spekulacyjny>, dostęp: 19.05.2017.

¹²⁹ Por. A. von Retyi, *George Soros. Najniebezpieczniejszy człowiek świata*, Kraków 2016.

¹³⁰ <https://www.nbportal.pl/sloownik/pozycje-sloownika/atak-spekulacyjny>, dostęp: 19.05.2017.

Wykres 15. Zmiany kursu EUR/PLN w okresie od kwietnia 2006 do czerwca 2013 r. w interwale tygodniowym



Źródło: opracowanie własne na podstawie platformy transakcyjnej Domu Maklerskiego XTB: <https://www.mql5.com/en/charts/8189920/eurpln-mn1-x-trade-brokers>, dostęp: 15.01.2018.

3.2. Mechanizmy funkcjonowania rynku walutowego. Pozycja na rynku walutowym

W literaturze przedmiotu funkcjonuje przynajmniej kilka definicji pojęcia *pozycja walutowa* (ang. *currency exposure*). W ujęciu ogólnym w ramach jego dookreślenia wskazać należy trzy główne punkty odniesienia¹³¹:

1. Pozycja walutowa – jako zestawienie wierzytelności (aktywów) i zobowiązań (pasywów) uczestnika rynku w walutach obcych bez względu na termin ich realizacji.
2. Pozycja walutowa – jako transakcje kupna i sprzedaży walut prowadzących do zajmowania przez podmioty tzw. (otwartej) pozycji walutowej.
3. Pozycja walutowa – jako miara ryzyka walutowego.

Dwa rodzaje pozycji wyróżniane w ujęciu bilansowym (handlowym) to:

- *pozycja bilansowa*, która oznacza sytuację, kiedy posiadamy aktywa lub pasywa z bieżącą datą waluty;
- *pozycja pozabilansowa*, która oznacza sytuację, kiedy rozliczenie przepływów walutowych nastąpi w przyszłości.

Z punktu widzenia praktycznego funkcjonowania rynku walutowego najbardziej użyteczna jest definicja odnosząca się bezpośrednio do aspektu inwestycyjnego, czyli mówiąca o tym, że kupno lub sprzedaż walut prowadzi do zajmowania przez podmioty tzw. (otwartej) pozycji walutowej. Zamykanie pozycji walutowej polega na zawarciu transakcji odwrotnej, która spowoduje zneutralizowanie pozycji otwartej (w przypadku pozycji krótkiej będzie to odkupienie waluty, w której mamy tę pozycję, a w przypadku pozycji długiej – sprzedaż waluty, w której mamy tę pozycję).

Z kolei, z punktu widzenia działalności podmiotów gospodarczych w obszarze rynku walutowego w związku z ich działalnością operacyjną mówić można o otwartej pozycji walutowej w sytuacji, kiedy przedsiębiorca otrzymuje na rachunek określoną ilość waluty, np. euro, co stanowi skutek realizacji kontraktu handlowego. Pozycja walutowa zostaje zamknięta w sytuacji, kiedy przedsiębiorca sprzedaje euro za polskie złote. W praktyce dopiero wówczas będzie można precyzyjnie wskazać skalę rentowności jego kontraktu handlowego.

¹³¹ Por. M. Marcinkowska, *Standardy kapitałowe banków*. Bazylejska Nowa Umowa Kapitałowa w polskich regulacjach nadzorczych, Gdańsk 2009, ss. 50–55.

Podobnie jak w przypadku rynku papierów wartościowych, tak też i tutaj występują dwa rodzaje pozycji¹³²:

- *pozycja długa* – oznacza sytuację, w której podmiot wszedł w posiadanie jakiejś waluty i liczy na wzrost jej wartości, kurs określonej pary walutowej powinien rosnąć;
- *pozycja krótka* – oznacza sytuację, w której jakiś podmiot posiada zobowiązanie w określonej walucie, np. zaciągnął pożyczkę, kupił towar za granicą w kredycie kupieckim albo (w przypadku banku) przyjął lokatę w walucie lub też dokonał wirtualnej sprzedaży określonej waluty, w nadziei, że kurs spadnie.

Przykład. Obliczenie pozycji walutowej banku

Bank kupuje 1 000 000 USD po 3,4000, a więc sprzedaje 3 400 000 PLN
Bank sprzedaje 2 000 000 USD po 3,2000, a więc kupuje 6 400 000 PLN
Bank kupuje 1 500 000 USD po 3,1500, a więc sprzedaje 4 725 000 PLN

Bank ma pozycję długą w USD na kwotę 500 000 i krótką w PLN na kwotę 1 725 000

Średni kurs dla tej pozycji wynosi $1\,725\,000 / 500\,000 = 3,4500$

To znaczy, że bank zarobi na tej pozycji, jeśli sprzeda 500 000 USD powyżej 3,4500, a straci, jeśli sprzeda dolary poniżej tej ceny.

3.3. Rodzaje ryzyk wpisane w rynek walutowy

Charakteryzując specyfikę rynku walutowego, nie sposób nie wspomnieć o ryzykach do niego przypisanych. Drzewo ryzyk w tym przypadku jest szczególnie mocno rozgałęzione. Z racji tego, że rynek ten określany jest mianem najbardziej ryzykownego można stwierdzić, że ryzyka stanowią jego część immanentną. Katalog ryzyk stanowi zbiór otwarty. Zgodnie z klasyfikacją ryzyk zawartą w literaturze przedmiotu oraz mając na względzie nie tylko *stricte* inwestycyjną stronę tego rynku, można wyodrębnić grupy ryzyk określane jako główne.

¹³² <https://www.tms.pl/pozycja-walutowa>, dostęp: 19.05.2017.

I tak ze względu na obszar, w jakim dokonywane są transakcje na rynku walutowym oraz horyzont czasowy, jakiego dotyczą, ryzyka można podzielić na¹³³:

- **ryzyko przeliczeniowe** (konwersji, bilansowe lub księgowe),
- **ryzyko transakcyjne** (krótkoterminowe),
- **ryzyko ekonomiczne** (długoterminowe, strategiczne lub konkurencyjne).

Zgodnie z obowiązującą definicją tego pojęcia **ryzyko przeliczeniowe** (ang. *translation risk*) można określić jako ryzyko zaistnienia takiej sytuacji, w której po przeliczeniu według kursów walutowych z dnia tworzenia sprawozdania finansowego, umieszczone w sprawozdaniu wartości aktywów i pasywów oraz przychodów i kosztów, wyrażone w walucie krajowej, będą się różnić, co spowoduje zysk lub stratę¹³⁴.

Z kolei **ryzyko transakcyjne** (ang. *transaction risk*) można zdefiniować jako zagrożenie, że wyrażona w walucie krajowej wartość transakcji handlowych lub finansowych, denominowanych w walucie obcej, zmieni się w rezultacie zmian kursów walut w okresie od zawarcia transakcji (bądź realnego terminu jej zawarcia) do momentu wymiany na walutę krajową otrzymanych w związku z transakcją walut obcych bądź do momentu wymiany waluty krajowej na walutę obcą w związku z koniecznością uregulowania zobowiązań¹³⁵.

Niekorzystna dla kupującego walutę (importera) zmiana kursu walut pomiędzy momentem powstania zobowiązania z tytułu zakupu (importu) a momentem jego wymagalności może spowodować, że wartość zobowiązania, przypadającego do zapłaty w walucie krajowej, znacznie wzrośnie.

W praktyce w przedsiębiorstwach wyodrębnić można trzy rodzaje ryzyka transakcyjnego¹³⁶:

- ryzyko standardowe – wynika z odstępu czasowego pomiędzy datą wystawienia faktury a datą realizacji płatności,

¹³³ Por. D. Meniów, G. Ochędzan, Z. Wilimowska, *Instrumenty zabezpieczające w transakcjach walutowych*, Bydgoszcz 2003, ss. 72–74; D. Bennet, *Ryzyko walutowe – instrumenty i strategie zabezpieczające*, Warszawa 2000, ss. 33–34.

¹³⁴ *Ibidem*.

¹³⁵ D. Meniów, G. Ochędzan, Z. Wilimowska, *Instrumenty...*, *op. cit.*, s. 72.

¹³⁶ P. Wybieralski, *Transakcyjne ryzyko kursowe a cele działalności ostonowej przedsiębiorstw niefinansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia” 2014, nr 65, ss. 783–790.

- ryzyko powtarzające się – odnosi się do przyszłych płatności firmy, co do których nie jest określona dokładna wartość ani termin ich faktycznej realizacji,
- ryzyko warunkowe – wynika ze składania ofert biznesowych w walucie obcej.

Czynnikami powodującymi powstanie **ryzyka transakcyjnego** w ramach transakcji handlowych są nie tylko zakontraktowane i nierozliczone zobowiązania i należności, które z pewnością będą miały miejsce, ale także te, co do których istnieje duża doza prawdopodobieństwa, że dojdą do skutku¹³⁷. Każde przedsiębiorstwo, które przeprowadza transakcje w walucie obcej, narażone jest na ryzyko transakcyjne. Ze względu na to, że wpływa ono bezpośrednio na płynność i wyniki przedsiębiorstwa, w praktyce stanowi ten rodzaj ryzyka, który jest głównym przedmiotem zarządzania w firmie dokonującej operacji wymiany z zagranicą.

W szerokim ujęciu, **ryzyko ekonomiczne** natomiast jest miarą wrażliwości rynkowej wartości przedsiębiorstwa na przyszłe zmiany kursów walut. Generalnie odnosi się ono do nieprzewidzianej zmiany przyszłej wartości przepływów pieniężnych pod wpływem wahań kursów walut w długim okresie¹³⁸. Ryzyko ekonomiczne powstaje w różny sposób. Każdy z nich wiąże się z pozycją przedsiębiorstwa w porównaniu do jego konkurentów i ma wpływ na wartość przyszłych przepływów pieniężnych oraz wartość rynkową przedsiębiorstwa. Ryzyko ekonomiczne to ryzyko, które nie dotyczy pojedynczych transakcji, lecz całej działalności przedsiębiorstwa. Jest ono wynikiem wpływu zmian kursów walut na wartość przedsiębiorstwa oddzieloną od bieżącego rachunku zysków i strat oraz pozycji bilansowych. Przy planowaniu długofalowej strategii, przedsiębiorstwo biorące udział w wymianie międzynarodowej, musi uwzględnić istnienie realnego zagrożenia niekorzystnych zmian kursów walut, które mogą mieć trwały wpływ na wartość przepływów pieniężnych i pozycję przedsiębiorstwa w porównaniu do konkurentów¹³⁹. Problem ryzyka ekonomicznego jest o tyle trudny, że niekorzystne ruchy kursów mogą mieć wpływ na konkurencyjność przedsiębiorstwa nawet wtedy, gdy dotyczą waluty innej niż ta, w której przeprowadza ono transakcje.

¹³⁷ D. Bennet, *Ryzyko walutowe...*, *op. cit.*, s. 33–34.

¹³⁸ E. Najlepszy, *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*, Warszawa 2002, ss. 129–147.

¹³⁹ F. Taylor, *Rynki i opcje walutowe: rozwój, struktura, transakcje*, Warszawa 2000, s. 266.

Dodatkowe ryzyka obserwowane w ujęciu *stricte* inwestycyjnym, czyli skoncentrowanym na wygenerowaniu zysku z tytułu dodatknych różnic kursowych, przypisane są do analizy określonej pary walutowej traktowanej jako swoisty walor. Liczba ryzyk, jakie rzutują na zachowanie kursu określonej pary walutowej, nie jest możliwa do określenia. Dlatego też rynek walutowy uważany jest za najbardziej wrażliwy segment rynku finansowego, a ryzyko kursu walutowego za silny wyznacznik bezpieczeństwa w wymianie handlowej.

Warto też pamiętać, że kurs określonej waluty i trend, w jakim pozostaje w ujęciu długoterminowym, zgodnie z doktryną naukową, stanowi efektywny wyznacznik stanu gospodarki realnej.

3.4. Ryzyko kursu walutowego jako wyznacznik bezpieczeństwa w wymianie handlowej¹⁴⁰

Analiza zmian otoczenia polityczno-ekonomicznego w ostatnich latach, uprawnia do wniosku, że wzajemne przenikanie się działań państwa i funkcjonowania gospodarki jest obecnie aktualne i pożądane, jak nigdy dotąd. Szybki, pozbawiony granic politycznych, przepływ szerokich strumieni kapitału nierzadko ma charakter spekulacyjny, co coraz częściej oznacza, że jest negatywny. Ryzyko kursu walutowego z kolei staje się jednym z głównych wyznaczników bezpieczeństwa w wymianie handlowej.

Spekulacja to często podstawowy motyw działania inwestorów. Jest ona przeciwstawna do hedgingu. Pojęcie **hedging** zdefiniować należy jako przemyślane działania, których celem jest zabezpieczanie się przed zmianą ceny instrumentu bazowego – kursu walutowego (często jest to np. usztywnienie kursu walutowego w czasie za pomocą odpowiedniego instrumentu finansowego). Co do zasady transakcje hedgingowe polegają na kupnie lub sprzedaży odpowiednich instrumentów finansowych. Jest to technika popularna ze względu na dostępność odpowiednich instrumentów i niski koszt, w porównaniu z innymi rozwiązaniami. W praktyce każda transakcja minimalizująca ekspozycję przedsiębiorstwa na ryzyko zmiany kursu walutowego jest transakcją hedgingową.

¹⁴⁰ Na podstawie: J. Klepacki, *Ryzyko walutowe – wyznacznik bezpieczeństwa w wymianie handlowej* [w:] K. Raczkowski (red. nauk.), *Bezpieczeństwo ekonomiczne obrotu gospodarczego*, wyd. 1, Warszawa 2014, s. 655.

Pojęcie **spekulacja** natomiast można wyjaśnić jako działanie polegające na ocenie i formułowaniu oczekiwań odnośnie przyszłości rynku finansowego, co prowadzi do dokonania odpowiedniej transakcji na tym rynku. Celem spekulacji jest dążenie do osiągnięcia zysku z absolutnych lub względnych zmian cen instrumentów bazowych. Inwestor stosujący strategię spekulacyjną zakłada, że jego prognozy przyszłych zmian są lepsze niż prognozy innych inwestorów i umożliwiają mu zajęcie na rynku tylko pozornie gorszych pozycji. Za podstawowy cel spekulant przyjmuje uzyskanie ponadprzeciętnych zysków w możliwie krótkim czasie. Chcąc go zrealizować, godzi się na poniesienie dużego ryzyka. Można powiedzieć, że na rynku spekulant prognozuje ceny instrumentów finansowych, ale nie jest w stanie na nie wpływać. Takie działanie inwestora jest oceniane pozytywnie, ponieważ wpływa korzystnie na efektywność rynku¹⁴¹.

Jak to pokazuje przepływ kapitału dodatkowo stymulowany coraz szybszym rozprzestrzenianiem się informacji, aby dookreślić dzisiaj zakres bezpieczeństwa ekonomicznego postrzeganego przez pryzmat wymiany handlowej, należy koniecznie również uwzględnić procesy globalizacji zachodzące w wymiarze gospodarczym. Są one bowiem czynnikami, które w wysokim stopniu bezpośrednio wpływają na funkcjonowanie głównych obszarów gospodarki lub przynajmniej je stymulują. Bezpieczeństwo ekonomiczne obrotu gospodarczego powinno być w związku z tym rozumiane jako nieinercjalny układ względnej równowagi prowadzenia w sposób swobodny oraz regulowany działalności zarobkowej, przy zachowaniu autonomii woli stron, konieczności utrzymania istniejącego wolumenu ryzyka poprzez zachowanie ograniczonego zaufania w relacjach ekonomiczno-prawnych pomiędzy umawiającymi się stronami, środowiskiem wewnętrznym oraz otoczeniem, w którym działa dany podmiot¹⁴².

Globalizacja, w obecnym stanie zaawansowania techniki, interpretowana jest jako zjawisko nieuchronne¹⁴³. Zgodnie z przytaczaną już definicją Komisji Europejskiej globalizacja to proces, w wyniku którego produkcja i rynki w różnych krajach stają się coraz bardziej współzależne w związku z dyna-

¹⁴¹ W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem. Podstawowe zagadnienia*, Warszawa 2001, s. 239.

¹⁴² K. Raczkowski, *Współczesny model tetrarchii zarządzania a bezpieczeństwo ekonomiczne obrotu gospodarczego*, [w:] K. Raczkowski (red.), *Bezpieczeństwo ekonomiczne obrotu gospodarczego. Ekonomia. Prawo. Zarządzanie*, Warszawa 2014, s. 38.

¹⁴³ Z. Bauman, *Globalizacja: I co z tego dla ludzi nymika*, Warszawa 2000, ss. 56–57.

miką wymiany towarów i usług, przepływem kapitału i technologii¹⁴⁴. Można też powiedzieć, że jest to proces pogłębiania się światowych powiązań zachodzący we wszystkich aspektach współczesnego życia politycznego, społecznego, ekonomicznego i kulturowego¹⁴⁵. Globalizacja to również proces budowania, czy też zacieśniania, określonych zależności i powiązań w wymiarze nie tylko gospodarczym, ale również polityczno-prawnym. Pojawia się w związku z tym pytanie, czy powstawanie coraz większych tworów (również gospodarczych i finansowych) przekłada się wprost proporcjonalnie na poprawę bezpieczeństwa ekonomicznego? Więzi kształtowane w ramach procesu globalizacji z pewnością stwarzają możliwości przyspieszonego rozwoju, bez wątpienia jednak, z racji chociażby skali zjawiska, generują jednocześnie ponadprzeciętną liczbę potencjalnych ryzyk. Determinantą destabilizacji w ogromnej mierze jest więc wielopłaszczyznowe ryzyko. Na plan pierwszy wysuwa się zawsze jednak **ryzyko finansowe**, które dotyczy całego państwa.

Kwestia definiowania ryzyk, jak również ich interpretacji, stwarza potencjalnie spore możliwości, ponieważ zgodnie z obowiązującymi normami ma charakter nieostrej. W literaturze przedmiotu wymienia się wiele rodzajów ryzyka finansowego i trudno jest dokonać jednoznacznego podziału. Piotr Jedynak i Janusz Teczek, na przykład, uważają, że główne czynniki ryzyka w otoczeniu finansowym to¹⁴⁶:

- utrata równowagi międzynarodowego rynku walutowo-finansowego,
- zmiana polityki monetarnej rządów lub władz monetarnych poszczególnych państw,
- zmiana najważniejszych wskaźników charakteryzujących sytuację makroekonomiczną poszczególnych państw,
- zmiana kursu walutowego, stopy inflacji, stopy procentowej w kierunku innym niż oczekiwany.

Natomiast Tadeusz Kaczmarek stwierdza, że ryzyko finansowe może dotyczyć obiegu pieniądza wewnątrz kraju lub poza jego granicami. W ramach tego ryzyka można wyróżnić **ryzyko kursu walutowego i ryzyko stopy procentowej**¹⁴⁷.

¹⁴⁴ B. Liberska (red.), *Globalizacja: Mechanizmy i wyzwania*, Warszawa 2002, s. 18.

¹⁴⁵ *Ibidem*, s. 11.

¹⁴⁶ P. Jedynak, J. Teczek, *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwach zorientowanych międzynarodowo*, Kraków 2001, s. 64.

¹⁴⁷ T. Kaczmarek, *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Warszawa 2005, s. 245.

Pojęcie **negatywne/pozytywne ryzyko kursu walutowego** (inaczej: **ryzyko walutowe, ryzyko zmian kursu walutowego, ryzyko kursowe**) można określić jako ryzyko poniesienia straty/wygenerowania zysku z tytułu posiadania otwartej i niezabezpieczonej pozycji walutowej w sytuacji niekorzystnego ruchu kursów walutowych, natomiast **ryzyko stopy procentowej** można zdefiniować jako niebezpieczeństwo negatywnego wpływu zmiany stóp procentowych na sytuację finansową podmiotu gospodarującego¹⁴⁸. Lech Szyszko i Jan Szczepański definiują ryzyko kursu walutowego jako „ryzyko zmiany kursu dla importera, eksportera, banku prowadzącego operacje walutowo-dewizowe oraz państwa”¹⁴⁹. Z kolei Dominic Bennett ryzyko kursu walutowego określa jako „bieżącą pozycję lub pozycję przyszłych okresów bądź też przewidywany przyszły składnik aktywów lub pasywów, denominowany w walucie obcej, który – czy to z przyczyn handlowych (rachunek zysków i strat), czy też bilansowych – musi być przeliczony na inną walutę według kursu, który jeszcze nie został określony”¹⁵⁰.

Nieco inaczej ryzyko kursu walutowego charakteryzują Sławomir Soroczyński i Jerzy Stachowicz w publikacji pt. „Kontrakty *futures* i opcje”, gdzie określają je jako „hipotetyczne prawdopodobieństwo spadku przychodów lub wzrostu kosztów w transakcji międzynarodowej, wynikających ze zmiany poziomu kursu walut, których dotyczyła dana transakcja”¹⁵¹.

Większość autorów, co z resztą dobrze oddają przytoczone powyżej definicje, charakteryzując ryzyko zmian kursu walutowego, koncentruje się głównie na tzw. negatywnej stronie ryzyka, ignorując tym samym aspekt pozytywny. Określanie tego rodzaju ryzyka w ten sposób wydaje się być jak najbardziej zgodne z aspektem praktycznym, sygnalizowanym przez przedsiębiorców, sprzyja jednocześnie dezorientacji wokół potencjalnego instrumentarium służącego do zarządzania nim. W skrajnej postaci prowadzić może również do utożsamiania działań w zakresie pozytywnej strony ryzyka ze spekulacją, z pominięciem czynnika czasu.

Próbując zatem doprecyzować definicję ryzyka kursu walutowego, można określić je jako: **możliwe w każdym wymiarze finansowym zmiany**, w ujęciu negatywnym (strata = ujemne różnice kursowe) lub pozytywnym

¹⁴⁸ *Ibidem*, s. 80–84.

¹⁴⁹ L. Szyszko, J. Szczepański (red), *Finanse przedsiębiorstwa*, Warszawa 2003, s. 194.

¹⁵⁰ D. Bennett, *Ryzyko walutowe – instrumenty i strategie zabezpieczające*, Warszawa 2000, s. 28.

¹⁵¹ S. Soroczyński, J. Stachowicz, *Kontrakty futures i opcje*, Kraków 1994.

(zysk = dodatnie różnice kursowe), wynikające z przyszłych trudno przewidywalnych wahań wartości waluty obcej wyrażonej w walucie lokalnej¹⁵².

Ryzyko stopy procentowej w przeciwieństwie do ryzyka kursu walutowego ma charakter przede wszystkim średnio- i długoterminowy, co powoduje, że może być bardziej efektywnie zarządzane. W związku z tym, potencjalnie ryzykiem najsilniej odciskającym swoje piętno na bezpieczeństwie ekonomicznym w wymianie handlowej jest **ryzyko kursu walutowego**.

Dynamika oraz skala zmian na rynkach kapitałowych, w tym w szczególności na rynku walutowym, dowodzą, że zmiany w wycenie i postrzeganiu walut są zjawiskiem wyprzedzającym w stosunku do realnych zachowań i procesów gospodarczych. Można zatem powiedzieć, że kurs walutowy stanowi swoisty papierek lakmusowy obecnego stanu oraz przyszłych procesów w realnej gospodarce. Idąc dalej, przyjąć w związku z tym można, że w ramach wymiany handlowej ryzyko kursu walutowego stanowi istotny wyznacznik efektywnego bezpieczeństwa ekonomicznego. Efektywnego nie tylko w znaczeniu „tu i teraz”, ale głównie w aspekcie przyszłych możliwych zmian zachodzących w całej gospodarce.

Przypomnijmy, że w ramach ryzyka kursu walutowego można wyróżnić¹⁵³:

1. Ryzyko transakcyjne – określane jako ryzyko zmian wartości wyrażonej w walucie obcej w przeliczeniu na walutę bazową w rezultacie zmiany kursu wymiany podczas realizacji transakcji handlowej.
2. Ryzyko przeliczeniowe (inaczej: ryzyko konwersji lub ryzyko księgowe) – stanowiące niepewność wyceny księgowej składników dewizowych wynikającej ze zmienności kursów walut.
3. Ryzyko ekonomiczne (ryzyko operacyjne, ryzyko strategiczne) – jest to ryzyko zmian rynkowej wartości szacowanej na podstawie kapitalizacji przyszłych dochodów pieniężnych na skutek nieprzewidzianej zmiany kursów w długim okresie. Jest ono o tyle trudne, że, jak to już zostało powiedziane, niekorzystne ruchy kursów mogą mieć wpływ na konkurencyjność przedsiębiorstwa nawet wtedy, gdy dotyczą waluty innej niż ta, w której przeprowadza ono transakcje.

¹⁵² J. Klepacki, *Bariery optymalizacji ograniczenia ryzyka zmian kursu walutowego w technikach zewnętrznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 65 (802), ss. 659–668.

¹⁵³ F. Taylor, *Rynki i opcje walutowe: rozwój, struktura, transakcje*, Warszawa 2000, s. 266.

Zależności pomiędzy składowymi ryzyka kursu walutowego (ze szczególnym wskazaniem na ryzyko ekonomiczne), bezpieczeństwem ekonomicznym w wymiarze pojedynczej gospodarki a procesem globalizacji w obszarze ogólnoswiatowej gospodarki doskonale widoczne są na przykładzie kryzysu finansowego z lat 2008–2009. Analiza tego procesu wyraźnie pokazuje, że to rynek walutowy jest szczególnie czuły na czynniki ryzyka rynkowego oraz ryzyka ekonomicznego, które to wpisują się w szersze zjawisko, jakim jest ryzyko kursu walutowego.

Brak możliwości oddzielenia bezpieczeństwa ekonomicznego od całej gamy ryzyk, z jakimi nierozzerwalnie jest związane, powoduje, że w sferze wymiany handlowej funkcjonuje ono najczęściej jedynie jako postulat. Trudno bowiem działać w ujęciu długoterminowym w ramach bezpieczeństwa ekonomicznego w otoczeniu cechującym się ponadprzeciętną zmiennością. Z drugiej jednak strony, to właśnie wysoce zmienne otoczenie zewnętrzne wymusza dostosowanie się do niego za pomocą odpowiednich technik działania ograniczających potencjalny skutek wystąpienia ryzyka (ryzyk) w sensie negatywnym.

3.5. Zarządzanie ryzykiem kursu walutowego w przedsiębiorstwie – identyfikacja zjawiska

Zarządzanie ryzykiem kursu walutowego i procesami mu towarzyszącymi w przedsiębiorstwie jest trudnym i wieloaspektowym zagadnieniem. W ujęciu praktycznym z jednej strony uwzględnić trzeba bowiem strukturę takiego zjawiska, jego wieloetapowość i wzajemne zależności, z drugiej zaś nacisk na efektywność finansową i jej dwuznaczność.

Odnosząc się do działań o charakterze praktycznym, jakie realizowane są na linii przedsiębiorca – kurs walutowy – instytucja finansowa w obszarze zarządzania ryzykiem kursu walutowego, stwierdzić należy, że skuteczne i efektywne zabezpieczenie ekspozycji walutowej eksportera/importera to takie działanie (proces zarządczy), w wyniku którego podmiot zabezpieczający się ma pewność sprzedaży/kupna określonej ilości waluty w określonym terminie w przyszłości, po z góry określonej cenie (kursie) i jest to wyraźnie powiązane ze strukturą przepływów w walucie (ilością waluty, datą jej wpływu i konieczności sprzedaży, kursem na fakturze lub/i zaksięgowania) tego podmiotu oraz specyfiką działalności operacyjnej. Celem jest dążenie do

maksymalnego ograniczenia ujemnych różnic kursowych (ryzyka kursu walutowego nie da się skutecznie wyeliminować, ale da się je lokalnie, czyli czasowo, ograniczyć).

Zasadniczym celem w związku z tym, w procesie zarządzania ryzykiem kursu walutowego w przedsiębiorstwie, w żadnym wypadku nie może być chęć zarabiania na różnicach kursowych za pomocą częstego otwierania i zamykania transakcji opartych na instrumentach pochodnych lub/i stosowania dźwigni finansowej oraz znacząco wyższych wolumenów od tych realnie realizowanych w ramach działalności operacyjnej.

Efektywne i skuteczne zabezpieczenie powinno mieć trzy zasadnicze punkty odniesienia, a mianowicie:

- **odpowiedni, znany i zagwarantowany kurs terminowy;**
- **adekwatny wolumen;**
- **właściwy termin realizacji transakcji.**

Odpowiedni zagwarantowany kurs terminowy musi być skorelowany i korzystny, czyli w najgorszym wypadku nie powinien generować ujemnych różnic kursowych. Odnosi się to nie tylko do wyniku transakcji, ale przede wszystkim do sprawdzalnych, wkalkulowanych na podstawie prognoz danych finansowych, np. kursu z określonej faktury, kursów średnich z danej liczby faktur, kursu zaksięgowania określonej ilości waluty na rachunku firmy czy określonego fixingu NBP. W przypadku idealnym (*perfekt hedging*) wynik finansowy transakcji zabezpieczającej wyrównuje zmiany wartości pozycji kasowej (spot)¹⁵⁴.

Adekwatny wolumen rozumieć należy jako ilość zabezpieczonej waluty skorelowanej z bieżącymi i przyszłymi (prognozowanymi) wpływami. W zależności od stopnia awersji do ryzyka kursu walutowego korelacja może mieć różny rozkład – najczęściej stosowana w praktyce to częściowe zabezpieczenie (np. w wysokości 50–70% wartości transakcji na rynku kasowym). Zabezpieczanie pozycji walutowej w 100% jest stosowane niezwykle rzadko i jest tworem bardziej teoretycznym niż praktycznym, głównie z powodu ponadprzeciętnej trudności w prognozowaniu zmian zachodzących na rynku walutowym. Zabezpieczanie wolumenów powyżej 100% oczekiwanych wpływów, bez podania konkretnych powodów, określić należy już jako działanie o charakterze spekulacyjnym.

¹⁵⁴ J. Zając, *Polski rynek walutowy w praktyce*, Warszawa 2001, s. 9.

Właściwy termin realizacji transakcji, to taki, który skorelowany jest również z bieżącymi i przyszłymi (prognozowanymi) wpływami walutowymi. W zależności od wysokości kosztu transakcji (marża banku i punkty terminowe) termin nie powinien być krótszy niż termin realizacji faktury, wpływu waluty na konto (może być dłuższy). Zazwyczaj jest wyraźnie dłuższy, co umożliwia bardziej efektywne zarządzanie zabezpieczeniem przez np. skrócenie terminu zapadalności.

Zarówno w praktyce, jak i w literaturze przedmiotu za klasyczne instrumenty zabezpieczające dla przedsiębiorstwa o profilu eksportera uważa się¹⁵⁵:

- zabezpieczenie kursu w wyniku zastosowania kontraktów terminowych typu *forward* (instrumenty typu OTC powszechnie dostępne w banku),
- zabezpieczenie kursu w wyniku zastosowania kontraktów terminowych typu *futures* (instrumenty dostępne u brokera),
- zakup opcji PUT.

W wyjątkowych, skrajnych wypadkach, to znaczy w sytuacjach, kiedy instytucją zabezpieczającą się jest tzw. profesjonalista lub/i kiedy jest to duży koncern (organizacja), w ramach którego działają określone, wyspecjalizowane departamenty odpowiedzialne za zarządzanie ryzykiem finansowym (np. departament skarbu lub departament zarządzania ryzykiem finansowym) online, a przepływy walutowe mają charakter skomplikowany ze względu na np. prowadzoną działalność operacyjną, dopuszczalne jest zakwalifikowanie, jako instrumentów o charakterze zabezpieczającym, określonych struktur opcyjnych. Mowa tutaj o udostępnianych przez banki produktach typu:

1. Partycypator (ang. *participating forward*)¹⁵⁶ – pozwala zabezpieczyć minimalny (maksymalny z punktu widzenia importera) kurs, po jakim sprzedana (kupiona) zostanie cała konieczna kwota, jednocześnie zobowiązując klienta do sprzedaży (kupna) tylko połowy swojej ekspozycji, jeżeli kurs rynkowy w dacie zapadalności będzie wyższy (niższy) od kursu

¹⁵⁵ I. Miciuła, *Zewnętrzne instrumenty finansowe stosowane w zarządzaniu ryzykiem kursowym przez przedsiębiorstwa w Polsce w latach 2007–2013*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 65 (802), ss. 226–228.

¹⁵⁶ P. Wybieralski, *Partycypacyjna strategia zabezpieczająca przed ryzykiem kursowym na pozagiełdowym rynku walutowym*, „Studia Oeconomica Posnaniensia” 2015, Vol. 3, No. 9, s. 97, [online] http://soep.ue.poznan.pl/jdownloads/Wszystkie%20numery/Rok%202015/soep_9_2015_calosc.pdf, dostęp: 10.10.2017; K. Kuczma, *Strategie zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym*, „Gazeta Finansowa”, [online] <http://gf24.pl/strategie-zabezpieczenia-przed-ryzykiem-walutowym>, dostęp: 10.09.2012.

w Partycypatorze. Drugą połowę klient sprzedaje (kupuje) po wyższym (niższym) kursie rynkowym i tym samym podwyższa (obniża) całkowity kurs zabezpieczenia. Można zatem powiedzieć, że instrument ten pozwala klientowi „partycypować” w pozytywnych dla niego ruchach na rynku walutowym (zmianach kursów walutowych).

2. Korytarz walutowy (ang. *risk reversal*)¹⁵⁷ – korytarz walutowy to złożenie opcji, które ustala minimalny i maksymalny poziom sprzedaży/zakupu jednej waluty za inną walutę. Polega na ustaleniu „korytarza”. W przypadku eksportera działa on następująco:
 - dolna granica to prawo klienta i działa wtedy, gdy kurs rynkowy jest w dacie rozliczenia niższy;
 - górna granica jest zobowiązaniem klienta i działa wtedy, gdy kurs rynkowy jest wyższy w dniu zapadalności;
 - jeżeli kurs rynkowy w dniu zapadalności znajdzie się pomiędzy górną i dolną granicą („w środku korytarza”), klient podejmuje decyzję w sprawie sprzedaży (może, ale nie musi).

Zauważyć należy, że przy zastosowaniu struktur opcyjnych, jako instrumentów zabezpieczających, za element obligatoryjny uznać należy skorelowanie właściwości warunków dodatkowych (np. granic korytarza) ze specyfikacją zabezpieczanego kontraktu handlowego. Brak takiej korelacji automatycznie powoduje, że tego typu konstrukcje, mimo że noszą cechy zabezpieczeń, stanowią działania o charakterze spekulacyjnym, których celem jest wygenerowanie zysku na dodatniej różnicy kursowej.

Podkreślić w tym miejscu trzeba, że budowanie tak złożonych struktur, których częściami składowymi są pojedyncze opcje barierowe (będące już same w sobie złożonymi instrumentami) lub nawet opcje waniliowe, **wymaga posiadania głębokiej wiedzy eksperckiej**¹⁵⁸, bardzo dobrej znajomości zasad funkcjonowania rynku walutowego (w tym znajomości analizy technicznej oraz fundamentalnej) oraz właściwej identyfikacji i oceny (kwantyfikacji)

¹⁵⁷ <http://www.bzwbk.pl/przedsiębiorstwa-i-korporacje/produkty-skarbu/zarządzanie-ryzykiem-walutowym/strategie-opcyjne/korytarz-eksporter/strategia-korytarz-dla-eksportera.html>, dostęp: 20.12.2016; K. Kuczma, *Strategie zabezpieczenia...*, „Gazeta Finansowa”, *op. cit.*

¹⁵⁸ I. Miciuła, *Współczesne metody i instrumenty Zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie*, „Uniwersytet Szczeciński. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2011, nr 28, ss. 78–80; K. Jajuga, *Instrumenty pochodne. Anatomia sukcesu. Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego*, Warszawa 2009, ss. 5–8.

kacji) ryzyka w ujęciu krótko- i długoterminowym, jak również dostępu do profesjonalnych narzędzi – modeli analitycznych, w tym możliwości rynkowej wyceny opcji.

Z pewnością opcji barierowych, jeśli chodzi o poziom skomplikowania, nie można porównywać z kontraktami typu *forward* i *futures* czy też zwykłymi opcjami waniliowymi, czyli najprostszymi instrumentami w kategorii instrumentów pochodnych.

Złożoność tego typu produktu finansowego, wbrew pozorom, nie wynika jedynie z tego, że w ramach opcji mamy do czynienia z dodatkowym warunkiem, jakim jest wyznaczenie dolnej lub górnej bariery. Ich złożoność (skomplikowanie) wynika przede wszystkim z dopasowania elementów tego produktu (poziomu wykonania, poziomu bariery, kursu spot otwarcia instrumentu) z wyceną (wysokością premii), możliwością (prawdopodobieństwem) realizacji scenariusza spełnienia warunku, czyli dotknięcia bariery przez kurs, oraz, w końcu, ze skorelowaniem korzyści i ryzyk wynikających z zastosowania (wystawienia) tego typu instrumentu ze specyfikacją konkretnych przyszłych przepływów walutowych lub zabezpieczenia określonego kontraktu (w ramach funkcjonowania przedsiębiorstwa), jaki będzie miał miejsce w przyszłości.

Nie należy zatem identyfikować poziomu złożoności tego typu produktu tylko i wyłącznie z jego kursami odniesienia (kurs spot z dnia otwarcia, kurs realizacji, kurs bariery) oraz tym, jaki warunek musi być spełniony w celu realizacji (bądź też nie) zobowiązania wynikającego z wystawienia tego typu opcji. Takie postępowanie jest bowiem typowe dla transakcji o charakterze *stricte* spekulacyjnym, czyli takich, które nie mają nic wspólnego z zabezpieczeniem (ograniczeniem) negatywnego ryzyka kursu walutowego (kursowego).

W celu dodatkowego potwierdzenia tezy o skomplikowaniu wystawianych opcji barierowych i ich śladowym znaczeniu jako instrumentu zabezpieczającego ekspozycję walutową eksportera poniżej zaprezentowana została analiza scenariuszowa odnosząca się do tego rodzaju instrumentu, tj. wystawionej przez klienta banku opcji barierowej CALL typu *reverse knock out*. Parametry transakcji mają charakter rzeczywisty, historyczny, natomiast sama symulacja ma charakter poglądowy.

Warto w tym miejscu jeszcze raz przypomnieć, że zgodnie z powszechnie wyrażanym poglądem w literaturze przedmiotu, rynek walutowy należy do rynków najmniej przewidywalnych.

Dla wszystkich symulacji przyjęto założenie, że klient-eksporter sprzedaje do banku opcję barierową CALL o następującej specyfikacji:

- ✓ egzotyczna opcja CALL, jednobarierowa typu *reverse knock out*, czyli z dolną barierą wyłączającą (*down & out*) na poziomie 3,2080;
- ✓ wyłącznik znajduje się poniżej kursu spot otwarcia struktury, czyli jest to opcja *in the money*;
- ✓ opcja z barierą amerykańską, co wynika z charakteru okresu obserwacji;
- ✓ opcja ma wartość 1 500 000 EUR;
- ✓ opcja, gdzie instrumentem podstawowym (bazowym) jest kurs EUR/PLN;
- ✓ opcja z kursem strike¹⁵⁹ na poziomie 3,1000 i terminem realizacji 6.07.2009. (opcja zawarta została 5.08.2008.);
- ✓ opcja, której warunki zostały ustalone i potwierdzone w trakcie rozmowy telefonicznej.

Klient za sprzedaż tego typu instrumentu od banku otrzymuje 12 000 PLN z tytułu premii.

Symulacja pierwsza zakłada, że:

- długoterminowy trend na rynku pary EUR/PLN ma charakter spadkowy, czyli polski złoty systematycznie zyskuje na wartości (kurs EUR/PLN spada);
- transakcja realizowana jest w ramach trendu;
- nie ma przesłanek technicznych, czy też makroekonomicznych, dla zmiany trendu, ogólnie dostępne prognozy instytucji finansowych mówią o możliwości dalszych spadków kursu (aprecjacji złotego);
- po zawarciu transakcji przez klienta z bankiem trend jest kontynuowany i w okresie kolejnych kilku tygodni kurs EUR/PLN spada do poziomu 3,0000 zł za jedno euro;
- kurs spot (rynkowy) z chwili zawarcia transakcji to 3,2200 zł za jedno euro.

Co w takiej sytuacji? Otóż zakładając, że transakcja miała charakter samoistny i nie była odnawiana po niższych kursach ewidentnie widać, że:

- w momencie osiągnięcia przez kurs poziomu kursu bariery wyłączającej tj. 3,2080 opcja się anulowała, nie generując żadnych zobowiązań po stronie wystawcy-klienta banku;

¹⁵⁹ Kurs strike – poziom wykonania opcji.

- klient banku pozostał bez transakcji i z premią w wysokości 12 000 PLN.

Powstaje pytanie, w jakim stopniu, czy też, do jakiego poziomu kursu EUR/PLN, wysokość tej premii stanowi efektywny element zabezpieczający? Przyjmując, jak powyżej, że kurs spot z dnia zawarcia transakcji wyniósł 3,2200, a wolumen transakcji – 1 500 000 EUR, łatwo wyliczyć, że zmiana, w tym wypadku spadek kursu pary EUR/PLN o 1 gr, wynosiła:

$$1\,500\,000 \text{ EUR} \cdot 0,01 \text{ PLN} = 15\,000 \text{ PLN}$$

Wniosek: Generalnie zatem przyjąć można, że zrealizowanie tego typu transakcji daje klientowi efektywne zabezpieczenie przed spadkiem kursu w zakresie mniejszym niż 1 gr, czyli mniej więcej do poziomu kursu bariery wyłączającej (należy uwzględnić ewentualne marże banku). Praktycznie zatem tego typu transakcja nie stanowi żadnego zabezpieczenia przed ryzykiem kursu walutowego.

Symulacja druga zakłada, że:

- długoterminowy trend na rynku pary EUR/PLN ma charakter spadkowy, czyli polski złoty systematycznie zyskuje na wartości (kurs EUR/PLN spada);
- transakcja realizowana jest w ramach trendu;
- nie ma przesłanek technicznych, czy też makroekonomicznych, dla zmiany trendu, ogólnie dostępne prognozy instytucji finansowych mówią o możliwości dalszych spadków kursu;
- po zawarciu transakcji przez klienta z bankiem trend jest kontynuowany i w okresie kolejnych kilku tygodni kurs EUR/PLN spada do poziomu 3,0000 zł za jedno euro,
- po osiągnięciu poziomu 3,00 zł za jedno euro dochodzi do gwałtownej korekty, która w ciągu kolejnych tygodni wynosi kurs EUR/PLN np. do poziomu 3,3000;
- kurs spot (rynkowy) z chwili zawarcia transakcji to 3,2200 za jedno euro.

Co w takiej sytuacji? Otóż zakładając, że transakcja miała charakter samoistny i nie była odnawiana po niższych kursach, ewidentnie widać, że tak jak w pierwszej symulacji:

- w momencie osiągnięcia przez kurs poziom kursu bariery wyłączającej tj. 3,2080 opcja się anulowała, nie generując żadnych zobowiązań po stronie wystawcy-klienta banku;

- klient banku pozostał bez transakcji i z premią w wysokości 12 000 PLN.

Podobnie jak w pierwszej symulacji klient banku efektywnie był zabezpieczony przed ryzykiem kursu walutowego w zakresie spadku kursu o mniej więcej 1 gr. Generalnie przyjąć można, że zakres zabezpieczenia wyznaczony był poprzez poziom kursu bariery wyłączającej: 3,2080. Spadek kursu poniżej tego poziomu powodował narażenie klienta na nieograniczone ryzyko strat z tytułu różnic kursowych w ramach wcześniej zabezpieczonego kontraktu o wartości 1 500 000 EUR.

Wniosek: Generalnie zatem przyjąć można, że klient w okresie, kiedy kurs znajdował się poniżej 3,2080 był narażony na ryzyko kursu walutowego. Dopiero wzrost kursu powyżej 3,2080 generował na rachunku klienta dodatnie różnice kursowe.

Symulacja trzecia zakłada, że:

- długoterminowy trend na rynku pary EUR/PLN ma charakter spadkowy, czyli polski złoty systematycznie zyskuje na wartości (kurs EUR/PLN spada);
- transakcja realizowana jest w ramach trendu;
- nie ma przesłanek technicznych, czy też makroekonomicznych, do zmiany trendu, ogólnie dostępne prognozy instytucji finansowych mówią o możliwości dalszych spadków kursu;
- po zawarciu transakcji przez klienta z bankiem dochodzi do zmiany tendencji na rynku walutowym – kurs po osiągnięciu lokalnego minimum na poziomie 3,2150 zł za jedno euro zaczyna dynamicznie rosnąć;
- kurs spot (rynkowy) z chwili zawarcia transakcji to 3,2200 zł za jedno euro;
- klient nie podejmuje żadnych działań (np. nie zamyka transakcji przez odkupienie wcześniej sprzedanej opcji czy też otwarcie transakcji przeciwniej) i czeka do dnia realizacji opcji;
- w dniu realizacji opcji kurs EUR/PLN wynosi 4,4000.

Podobnie jak w drugiej symulacji, klient banku efektywnie był zabezpieczony przed ryzykiem kursu walutowego w zakresie spadku kursu o mniej więcej 1 gr. Generalnie przyjąć można, że zakres zabezpieczenia wyznaczony był przez poziom kursu bariery wyłączającej: 3,2080.

Wniosek: niedotknięcie poziomu kursu bariery wyłączającej przez kurs i później jego gwałtowny wzrost naraziło klienta banku na praktycznie nie-

ograniczone ryzyko straty (kompensowane jedynie w ujęciu symbolicznym wysokością uzyskanej premii). Jedynym ograniczeniem był tutaj czas wskazany do realizacji transakcji. Drugi uczestnik transakcji, czyli kupujący opcję, płacąc premię w wysokości 12 000 PLN, zapewnił sobie możliwość wygenerowania praktycznie nieograniczonego zysku. W dniu realizacji opcji będzie miał bowiem prawo kupić euro po kursie 3,1000. Zakładając, że kurs w dniu realizacji wyniósł 4,4000 (fixing NBP), łatwo wyliczyć, że strata wystawcy opcji – klienta banku, wyniosła:

$$4,40 - 3,10 = 1,30 \text{ PLN}$$

$$1\,500\,000 \text{ EUR} * 1,30 = 1\,950\,000 \text{ PLN.}$$

Taki scenariusz jest najgorszym z możliwych dla wystawcy opcji.

WNIOSEK GŁÓWNY – PODSUMOWANIE: Opcję barierową trudno definiować jako instrument zabezpieczający, nawet w ramach już zrealizowanych warunków rynkowych, czyli w sytuacji kiedy kurs EUR/PLN zaraz po zawarciu transakcji, a więc możliwie jak najszybciej (to bardzo ważne), spadłby do poziomu kursu bariery wyłączającej, anulując tym samym zobowiązanie po stronie wystawcy opcji, (wygenerował „dołek” na wysokości poziomu kursu bariery wyłączającej), po czym wzrósł w ujęciu trwałym. Nawet przy realizacji takiego scenariusza widać, że efekt zabezpieczenia odnosi się jedynie do bardzo ograniczonych spadków i, co ważniejsze, do bardzo krótkiego czasu.

3.6. Rodzaje kwotowań kursów walut. Kurs walutowy – identyfikacja

Tak jak cena na rynku akcji przyporządkowana jest do określonego papieru wartościowego, tak kurs walutowy charakterystyczny jest dla danej pary walutowej. Pod względem budowy każdy kurs walutowy musi spełniać określone standardy. Nie chodzi tu tylko o kolejność określonych walut (USD/PLN to wcale nie to samo, co PLN/USD), ale również np. o liczbę miejsc po przecinku. Warto zwrócić uwagę, że niektóre kursy par walutowych kwotowane są z trzema (GBP/JPY, CAD/JPY, USD/CZK), z czterema (np. EUR/SEK, USD/PLN, EUR/NOK, USD/ZAR), a inne z pięcioma (EUR/USD, GBP/USD, EUR/GBP, EUR/CHF) miejscami po przecinku. Ktoś, kto nie jest wtajemniczony nawet nie zwróci na to uwagi (zob. tabela 4).

Tabela 4. Zestawienie kursów par walutowych

SYMBOL	BID		ASK		CZAS
EURUSD	1.11864	SELL	1.11868	BUY	14:18:08
EURPLN	4.1788	SELL	4.1801	BUY	14:17:19
USDPLN	3.7352	SELL	3.7368	BUY	14:17:58
CHFPLN	3.8330	SELL	3.8351	BUY	14:18:02
GBPPLN	4.7980	SELL	4.8005	BUY	14:18:09
GBPUSD	1.28444	SELL	1.28455	BUY	14:18:12
AUDUSD	0.74362	SELL	0.74368	BUY	14:18:05
USDJPY	111.337	SELL	111.342	BUY	14:18:10

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych według: <https://www.tms.pl/>, dostęp: 29.05.2017.

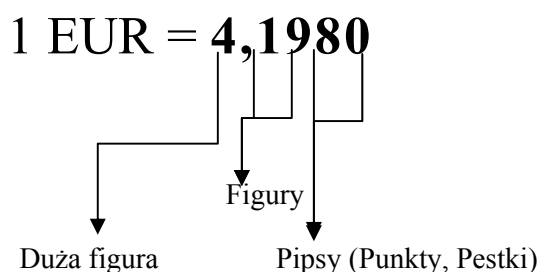
Osoby traktujące rynek walutowy jako obszar swoich inwestycji wiedzą, że taka budowa kursu wynika z wartościowej relacji pomiędzy walutami, płynności rynku reprezentowanego przez daną parę walutową oraz, co najistotniejsze, faktu przypisania do rynku walutowego mechanizmu dźwigni finansowej (lewara).

Naczelną zasadą realizacji transakcji o charakterze inwestycyjnym na rynku walutowym jest konieczność wniesienia depozytu zabezpieczającego, który w niektórych przypadkach (EUR/USD, GBP/USD) wynosi zaledwie 1% wartości transakcji (wysokość dźwigni charakterystyczna dla rynku polskiego). W tym przypadku możliwa do uzyskania dźwignia wynosi 100:1 (dla porównania dźwignia stosowana na giełdach papierów wartościowych dla transakcji na kontraktach terminowych typu *futures* wynosi 20:1). W wirtualnej przestrzeni dostępne są również internetowe platformy transakcyjne, które

w ramach transakcji na rynku walutowym oferują dźwignię nawet 500:1! To oczywiste, że przy zastosowaniu dźwigni takiego kalibru nawet minimalne zmiany kursu walutowego są w stanie drastycznie zmienić wynik finansowy. Właśnie wkomponowanie w rynek walutowy tak wysokich dźwigni spowodowało, że jest on postrzegany powszechnie jako bardzo ryzykowny.

W budowie kursu walutowego, obok omówionej powyżej określonej liczby miejsc po przecinku, ważne jest kilka charakterystycznych elementów, którym przypisane zostały nazwy pochodzące z języka branżowego (zob. rysunek 3).

Rysunek 3. Kurs walutowy – elementy składowe budowy



Źródło: opracowanie własne.

Kursy par walutowych dzielą się na dwie zasadnicze grupy:

- kursy par notowanych bezpośrednio,
- kursy par notowanych pośrednio (kursy krzyżowe).

Kursy par notowanych bezpośrednio odnoszą się do popularnych par walut, np. EUR/USD, USD/PLN, GBP/USD.

Kursy krzyżowe są przypisane do mniej popularnych par walut. Kurs krzyżowy wyliczany jest przez podzielenie dwóch kursów bardziej płynnych par notowanych bezpośrednio. Dotyczy to chociażby kursu pary CHF/PLN, który można wyliczyć poprzez podzielenie EUR/PLN przez EUR/CHF¹⁶⁰.

¹⁶⁰http://bossa.pl/index.jsp?layout=fx_2a&page=0&news_cat_id=3065&news_id=14933&parent_selectSubMenuFx_3054=3057, dostęp: 19.05.2017.

Przykład. Obliczanie kursu krzyżowego

1 USD = 3,2500 PLN

1 EUR = 4,1530 PLN

Kursy krzyżowe

1 USD = $3,2500 : 4,1530 = 0,7825$ EUR

1 EUR = $4,1530 : 3,2500 = 1,2778$ USD

Kwotowanie to nic innego, jak aktualna informacja dotycząca potencjalnych elementów transakcji – wyceny jednej waluty w stosunku do innej waluty. Zazwyczaj jest to propozycja określonych warunków jej zawarcia generowana przez bank lub instytucję finansową. Podawana w ten sposób cena ma dwie strony, dzięki czemu zawsze odnosi się zarówno do ofert kupna (Bid), jak i do ofert sprzedaży (Ask). Warto jednak pamiętać, że w ogromnej liczbie przypadków jest to kwotowanie generowane przez operatora, np. przez bank, co automatycznie narzuca określone reguły odczytu takiej oferty (zob. rysunek 4).

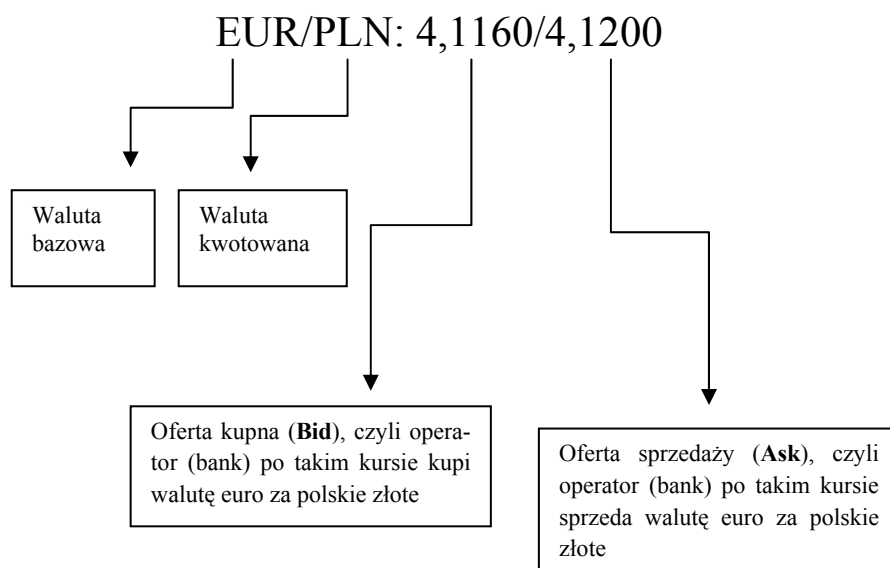
Różnica pomiędzy stroną kupna (Bid) i sprzedaży (Ask) to *spread walutowy*. Spread na rynku finansowym jest zjawiskiem powszechnym, naturalnym i wynika z konstrukcji oraz struktury tego rynku. Jest ściśle powiązany z pojęciami podaży, popytu oraz płynności, bez których trudno wyobrazić sobie współczesną gospodarkę. Pojęcie to jest potocznie stosowane również w języku polskim i oznacza swoistą marżę handlową, marżę odsetkową¹⁶¹.

W przypadku spreadów odnoszących się do kursów walutowych¹⁶² tabeli wymiany walut stosowanych przez banki komercyjne w Polsce wskazać należy, że nie istnieje jeden identyczny model (mechanizm) ich wyliczania obowiązujący wszystkie instytucje finansowe. Stosowanie i obliczanie spreadu kursu walutowego jest pochodną ustalania kursów kupna i sprzedaży walut obowiązujących w bankach w tzw. tabelach kursowych.

¹⁶¹ *Dictionary of Finance Terms for Professionals*, Warszawa 2007, s. 248.

¹⁶² W systemie kursu płynnego, w jakim funkcjonuje polski złoty, kurs walutowy jest wynikiem interakcji między popytem a podażą na waluty na rynku walutowym.

Rysunek 4. Kwotowania kursu walutowego publikowanego przez bank



Źródło: opracowanie własne.

Zróżnicowanie wysokości spreadu kursu walutowego w bankach, wynikające z ustalenia określonych kursów wymiany walut, zawsze było wysokie, ze szczególnym wskazaniem na lata 2008–2011, czyli przed wejściem w życie nowelizacji prawa bankowego, tj. Ustawy z dnia 29 lipca 2011 r. o zmianie ustawy -Prawo bankowe oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2011 r. Nr 165 poz. 84) – tzw. ustawy antyspreadowej – co nastąpiło 26 sierpnia 2011 r. Dla danej waluty w każdym banku wysokość spreadu była i jest inna, dodatkowo w tym samym banku spread jest różny dla różnych walut.

Co do zasady, wysokość (szerokość) spreadów stosowanych dla różnych walut bank ustala zgodnie z wewnętrzną polityką cenową. Bank jest typowym pośrednikiem finansowym, zarabia więc na handlu walutami – podobnie jak kantor, w którym możemy kupić czy sprzedać waluty. Bank sprzedaje i kupuje waluty nie tylko wtedy, gdy udziela kredytów, ale świadczy taką usługę również firmom, które np. importują (kupują walutę) czy eksportują (sprzedają walutę) towary. Kurs walut ustalany w tabeli banku ma jednak dość ograniczone zastosowanie, ponieważ sprowadza się w ogromnej mierze do tzw. handlu detalicznego walutami w ujęciu rzeczywistym. Innymi słowy: po kursie tabelowym dokonuje się kupna i sprzedaży walut przy transakcjach realizowanych w ma-

łych ilościach. Kurs wymiany (kupna lub sprzedaży waluty) dla transakcji o wyższych wolumenach podlega już negocjacji. Kwotą progową jest zazwyczaj 50 000 lub 100 000 waluty. Spread walutowy podawany w tabeli kursowej nie ma zazwyczaj zastosowania również w przypadku handlu z podmiotami gospodarczymi, zwłaszcza z tymi, które w ramach swojej działalności operacyjnej (eksporter, importer) cyklicznie kupują lub sprzedają waluty.

Przyjąć należy w związku z tym, że zakres (wysokość) ustalonego spreadu w tabeli kursowej, co do zasady, stanowi dla banku swoisty bufor zabezpieczający przed gwałtownymi zmianami na rynku walutowym. Warto jednak w tym miejscu zaznaczyć, że banki zawsze mają prawo do aktualizacji kursów tabelowych i spreadu walutowego, mają też bezpośredni dostęp online do źródła ceny, czyli walutowego rynku międzybankowego. Chodzi o tzw. przesunięcie w czasie i szybkość ewentualnej reakcji instytucji finansowej (dostosowanie się) na gwałtowne zmiany na rynku międzybankowym – element bezpieczeństwa. Jest to też bezsprzecznie możliwość wygenerowania dodatkowego zysku. Mamy w związku z tym tutaj do czynienia zarówno z ryzykiem pozytywnym, jak i negatywnym dla wyniku z działalności operacyjnej banku.

Spready walutowe ustalane są głównie na podstawie bieżącej sytuacji na rynku walutowym (międzybankowy rynek spot), w tym w szczególności na podstawie dynamiki zmienności kursów na rynku międzybankowym (źródło ceny), płynności poszczególnych walut oraz konkurencyjności ustalanych kursów walut. Przyjmuje się (bo nie ma w tym zakresie „twardych”, jednoznacznych danych), że wysokość spreadu uzależniona jest też od:

- wewnętrznej polityki cenowej banku;
- źródła ceny: w Raiffeisen Polbank np. kursy walut są wyznaczone na podstawie kursów średnich międzybankowych, w Deutsche Bank ustala się je na podstawie średniego kursu z rynku walutowego (Forex), a w Getin Noble Bank – płatnego serwisu Reuters¹⁶³;
- założeń finansowych banku;
- sytuacji danej waluty na rynku (czy jest płynna, czy jest bardziej dostępna i w końcu, jaka jest zmienność w dynamice jej wyceny);
- przyjętej w ramach organizacji częstotliwości zmiany spreadu;
- sytuacji gospodarczej i politycznej w kraju;

¹⁶³ Na podstawie regulaminów, zasad i terminów ustalania kursów walut w Raiffeisen Polbank, Deutsche Bank oraz Getin Noble Bank.

- szerokiej gamy ryzyk typowych dla rynku walutowego oraz sytuacji finansowej banku;
- aktualnych rozwiązań legislacyjnych lub ich braku (do 2011 r. brak było jasnych i transparentnych rozwiązań w zakresie stosowanego przez instytucje finansowe spreadu w Polsce).

W przypadku transakcji o charakterze inwestycyjnym spread stanowi koszt, który inwestor jest zmuszony ponieść, zawierając transakcję. Im większy spread, tym większy koszt. W praktyce spread podawany do oficjalnej wiadomości, np. w postaci tabelarycznej, odnosi się do transakcji detalicznych, zaś przy transakcjach o większej wartości (np. 1 mln USD) lub gdy klientem jest duży podmiot gospodarczy spread podlega renegotjacji. Dla transakcji, w których operatorem (oferującym) jest bank, stanowi on dodatkowy zysk, np. w przypadku udzielonych przez bank kredytów walutowych. Szacunkowo spread na poziomie 12% to dodatkowo 1 pkt procentowy ukrytej marży kredytu, a proporcjonalnie 6%, to ok. 0,5 pkt procentowego dodatkowej marży kredytu¹⁶⁴.

W praktyce w związku ze zmianami kursu walutowego funkcjonuje kilka pojęć, które na pierwszy rzut oka są bliskoznaczne, a mianowicie:

- a) **Dewaluacja** – jest to obniżenie sztywnego kursu waluty narodowej w stosunku do walut obcych (waluty obce są droższe). Celem może być np. poprawienie bilansu płatniczego czy zwiększenia cenowej konkurencyjności zewnętrznej gospodarki danego kraju. Zmiana kursu następuje na mocy ustawy lub decyzji administracyjnej¹⁶⁵.
- b) **Rewaluacja** – jest to podwyższenie kursu waluty danego kraju w stosunku do walut obcych (waluty obce są tańsze). Zmiana kursu następuje na mocy ustawy lub decyzji administracyjnej. Termin *rewaluacja* odnosi się tylko do systemu stałego kursu walutowego, w którym kurs ten jest ustalony i zmieniany jedynie przez władze państwowe¹⁶⁶.
- c) **Deprecjacja** – jest to osłabienie waluty krajowej; wzrost kursu walutowego w stosunku do walut obcych, następujące pod wpływem sił rynkowych.

¹⁶⁴ <https://www.nbportal.pl/sloownik/pozycje-sloownika/spread>, dostęp: 19.05.2017.

¹⁶⁵ <https://www.nbportal.pl/sloownik/pozycje-sloownika/dewaluacja>, dostęp: 29.05.2017.

¹⁶⁶ <https://www.nbportal.pl/sloownik/pozycje-sloownika/rewaluacja>, dostęp: 29.05.2017.

- d) **Aprecjacja** – jest to umocnienie waluty krajowej, obniżenie kursu walutowego w stosunku do walut obcych, następujące pod wpływem sił rynkowych.
- e) **Denominacja** – to proces polegający na zastąpieniu dotychczasowej waluty nową, w celu – zazwyczaj – zmniejszenia nominalów waluty. Wszystkie relacje cen względem zagranicy pozostają bez zmian – taka operacja ma charakter wyłącznie usprawnienia technicznego (w Polsce przeprowadzona została w 1995 r.).

3.7. Rodzaje kwotowań kursów walut – transakcja walutowa

Pod pojęciem *transakcje walutowe*, zgodnie z definicją najczęściej spotykaną w literaturze przedmiotu, rozumie się transakcje umożliwiające bieżące realizowanie potrzeb kupna lub sprzedaży walut bądź regulowanie zobowiązań wyrażonych w walutach obcych. Przeprowadzaniem (w sensie technicznym) **transakcji walutowych** zajmują się dealerzy walutowi, którzy mogą przeprowadzać dane operacje na własny rachunek na giełdzie lub w imieniu banków komercyjnych¹⁶⁷.

W przypadku rynku walutowego można przyjąć, że czas jest jednym z głównych wyznaczników charakteru zawieranych transakcji. W oparciu o to kryterium wyróżnić należy:

1. Transakcje natychmiastowe (transakcje spot, transakcje kasowe) – odnoszą się do daty rozliczenia tzn. dwa dni robocze po dacie transakcji. Spot jest standardowym terminem na rynku międzybankowym.

Przykład. Transakcja (transakcja spot, transakcja kasowa)

Kwotowanie: strona banku – EUR/PLN 4,1500/4,1530

Bank kupuje po kursie 4,1500

Bank sprzedaje po kursie 4,1530

Klient banku kupuje 100 000 EUR – musi zapłacić 415 300 PLN.

2. Transakcje na termin (przeprowadzane za pomocą instrumentów pochodnych).

¹⁶⁷ A. Kaźmierczak, *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, Warszawa 2008, s. 36.

Rynek walutowy to obecnie największy segment światowego rynku finansowego. Ze względu na swój globalny charakter powstały w związku z jego funkcjonowaniem terminy i pojęcia odnoszące się tylko i wyłącznie do niego. Wśród tych najpopularniejszych wskazać należy następujące:

- **Ask** – jest to cena, po jakiej broker lub bank jest gotów sprzedać walutę.
- **Bid** – jest to cena, po jakiej broker lub bank jest gotów kupić walutę.
- **The Bretton Woods Agreement** – jest to umowa zawarta w 1944 r. pomiędzy 44 państwami, w której ustalono stały parytet wymiany dolara amerykańskiego na złoto 35 USD/oz oraz warunki interwencji banków centralnych na rynku walutowym.
- **Carry trade** – jest to termin oznaczający pożyczanie pieniędzy kraju, który posiada niskie stopy procentowe, a następnie ich inwestowanie w dłużne papiery wartościowe w innym kraju, gdzie oprocentowanie jest wyższe. Suma wynikająca z różnicy oprocentowań stanowi zysk z operacji¹⁶⁸.
- **Kontrakt typu CFD** (ang. *contract for difference*) – jest to instrument z grupy instrumentów pochodnych. Konstrukcja CFD jest w pewnym stopniu zbliżona do konstrukcji kontraktów typu *futures*, jednak z kilkoma istotnymi różnicami. Na rynku Forex transakcje są dokonywane po kursie natychmiastowym (spot) bez z góry określonego momentu wyjścia z transakcji. Mogą one zostać zamknięte w dowolnym momencie, na co pozwala ogromna płynność rynku¹⁶⁹.
- **Kurs międzybankowy** (ang. *interbank rate*) – jest to kurs, zgodnie z którym banki rozliczają transakcje walutowe zawarte pomiędzy sobą. Kursy takie ustalane są w wyniku negocjacji pomiędzy dealerami bankowymi. Klienci banków nie mają dostępu do takiego źródła ceny. Jest to tzw. strumień czysty, czyli pozbawiony wszelkiego rodzaju narzutów, np. marż bankowych.
- **Kurs dolara** (ang. *dollar rate*) – jest to termin określający sytuację, kiedy różne ilości walut obcych są wyceniane w stosunku do jednej jednostki dolara amerykańskiego. Wyjątkiem jest para GBP/USD (tzw. Cable), czyli funt wyceniany w jednostkach dolara amerykańskiego w stosunku do funta brytyjskiego¹⁷⁰.

¹⁶⁸ <https://www.skarbiec.pl/slownik-inwestycyjny/carry-trade>, dostęp: 31.05.2017.

¹⁶⁹ http://bossa.pl/index.jsp?offset=120&sort=&layout=dict&page=0&news_cat_id=254, dostęp: 31.05.2017.

¹⁷⁰ Na podstawie: <https://www.poradnik-forex.com/s%C5%82ownik-forex/>, dostęp: 16.08.2017.

- **Margin Call** – to termin określający wezwanie przez brokera do wpłaty na konto dodatkowych pieniędzy lub likwidacji kilku otwartych pozycji na koncie brokerskim w celu zapewnienia na koncie bezpiecznej ilości środków, które stanowią zabezpieczenie dla pozostałych inwestycji. Poziom środków na koncie nie może bowiem spaść poniżej określonego poziomu. Jest to swego rodzaju zabezpieczenie dla brokera jako pośrednika przy zawieraniu transakcji. *Margin call* pojawia się wówczas, gdy ilość środków na koncie osiągnęła poziom, który broker wylicza na podstawie swojej własnej formuły¹⁷¹.
- **Over-the-counter** (OTC) – to rynek pozagiełdowy, czyli taki, który nie posiada jednego głównego ośrodka. Doskonałym przykładem takiego rynku jest rynek walutowy.
- **Pip, Points** (*Pip, punkt bazowy*) – w żargonie branżowym jest to najmniejsza jednostka zmiany kursu walutowego. Jeden punkt bazowy to 0,0001 (w przypadku par takich, jak: EUR/USD, GBD/USD, USD/CHF) lub 0,1 (USD/JPY).
- **Rolowanie pozycji** – jest to termin określający działania operatora (bank lub broker) polegające na przesunięciu momentu uregulowania transakcji na kolejną datę z uwzględnieniem nowego rozliczenia na podstawie różnicy oprocentowania danej pary walut (zmiany w liczbie punktów terminowych, czyli punktów swap).
- **Kurs spot** – jest to kurs rzeczywisty na rynku walutowym odnoszący się albo do strony Bid, albo Ask (zazwyczaj jest to Bid).
- **Transakcja spot** – jest to transakcja natychmiastowa. Przepływ funduszy następuje zazwyczaj w ciągu kilku godzin, maksymalnie w ciągu dwóch dni roboczych, po jej zawarciu. To transakcja typowa dla rynku walutowego.

¹⁷¹ <https://www.poradnik-forex.com/2013/12/07/margin-call/>, dostęp: 16.08.2017.

4. CHARAKTERYSTYKA OGÓLNA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH

W związku z tym, iż instrumenty finansowe mają niezwykle szerokie zastosowanie istnieje wiele ich definicji. Zgodnie z definicją dominującą w literaturze przedmiotu **instrument finansowy** to swoisty kontrakt, w wyniku którego u jednej z jego stron powstają aktywa finansowe, a u drugiej zobowiązania finansowe lub instrumenty kapitałowe¹.

W polskim prawie istotę instrumentu finansowego określają dwie ustawy:

- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 1994 r. Nr 121 poz. 591),
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2005 r. Nr 183 poz. 1538).

Według ustawy o rachunkowości (art. 3 ust. 1 pkt 23), instrumentem finansowym jest kontrakt, który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego (np. z tytułu emisji obligacji, zaciągnięcia kredytu) albo instrumentu kapitałowego (akcje, udziały) u drugiej strony².

W literaturze przedmiotu znaleźć można wiele podziałów instrumentów finansowych. Zawsze jednak podstawą jest rozróżnienie na:

- instrumenty pierwotne,
- instrumenty pochodne.

Pierwotne instrumenty finansowe powodują powstanie praw i obowiązków majątkowych, a więc odpowiednio: aktywów finansowych i zobowiązań finansowych lub instrumentów kapitałowych. Przykładem instrumentów

¹ Por. T. Cebrowska, E. Pielichaty, *Rachunkowość finansowa i podatkowa*, Warszawa 2016; J. Kudła, *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*, Warszawa 2010.

² <http://www.sgk.gofin.pl/11,2520,133882,definicja-instrumentu-finansowego.html>, dostęp: 21.04.2017.

pierwotnych są zwykle umowy kupna-sprzedaży oraz pożyczek, a także emisja akcji, dłużnych papierów wartościowych, itp. Pochodne instrumenty finansowe (derywaty) powodują powstanie praw i obowiązków, które skutkują przeniesieniem między stronami umowy dotyczącej danego instrumentu, ryzyka finansowego (jednego lub kilku rodzajów), nieodłącznie związanego z daną zmienną określaną jako instrument podstawowy³.

4.1. Instrumenty finansowe notowane na giełdzie

Wśród instrumentów finansowych notowanych na giełdzie papierów wartościowych wyróżnić należy dwie zasadnicze grupy:

I. Instrumenty finansowe kasowe:

- akcje,
- prawa do akcji,
- prawa poboru,
- certyfikaty inwestycyjne,
- warranty.

II. Instrumenty finansowe pochodne:

- kontrakty terminowe,
- opcje,
- jednostki indeksowe.

4.1.1. Charakterystyka instrumentów na rynku kasowym

Rynek kasowy (inaczej: **rynek spot** lub **rynek rzeczywisty**) – jest to rynek z ceną na daną chwilę. Jego nazwa wywodzi się od handlu ropą naftową, terminu tego używa się również w handlu m.in. papierami wartościowymi. Oznacza on sprzedaż z terminem płatności do dwóch dni. Przeciwnieństwem **rynku kasowego** jest **rynek terminowy**, do którego przypisane są instrumenty pochodne. Instrumenty rynku kasowego to:

1. **Akcje** – czyli papiery wartościowe. Właściciel akcji jest akcjonariuszem tzn. współwłaścicielem, co do zasady, majątku spółki, która te akcje wyemitowała. Ma też określone prawa o charakterze majątkowym i niemajątkowym, wynikające z uczestnictwa akcjonariusza w spółce akcyjnej (prawo do dywidendy, prawa do pobierania nowych akcji, prawo uczest-

³ D. Krzywdą, *Istota i klasyfikacja instrumentów finansowych*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie” 2005, nr 674, ss. 16–17.

nictwa w walnych zgromadzeniach oraz prawo do majątku spółki w przypadku jej likwidacji.) Akcje zasadniczo mają postać zapisu elektronicznego (są zdematerializowane) i są emitowane w seriach. W przypadku tego rodzaju papieru wartościowego występują trzy rodzaje ceny⁴:

- cena na rynku pierwotnym określana jako cena emisyjna,
- cena rynkowa charakterystyczna dla rynku wtórnego,
- cena nominalna będąca częścią kapitału akcyjnego przypadającego na jedną akcję.

Akcje są walorami najbardziej typowymi i najlepiej rozpoznawalnymi w obszarze rynków kapitałowych.

2. **Obligacje** – czyli papiery dłużne będące jednocześnie papierami wartościowymi, w których emitent (wypuszczający obligacje) stwierdza, że jest dłużnikiem obligatariusza (podmiotu, który kupił obligacje) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia pieniężnego w wyznaczonym z góry terminie. Obligacje to w ogromnej większości papiery wartościowe masowego obrotu na okaziciela, występują więc (podobnie jak akcje) w seriach. W przeciwieństwie do akcji, obligacje nie dają ich posiadaczowi żadnych uprawnień w stosunku do emitenta typu: współwłasność, dywidenda czy też uczestnictwo w walnych zgromadzeniach. Głównym celem emisji obligacji (tak jak i akcji) jest pozyskanie kapitału (jest to w związku z tym swoista alternatywa kredytu). Nabywca obligacji (obligatariusz) ma prawo do otrzymywania stałego dochodu (odsetki) od pożyczonego kapitału. W z góry określonym terminie musi nastąpić zwrot pożyczonego kapitału. Obligacje możemy podzielić, biorąc pod uwagę:

- rodzaj emitenta (skarbowe, korporacyjne, komunalne);
- okres do wykupu (poniżej 1 roku, pomiędzy 1–5 rokiem i powyżej 5 lat);
- wartość nominalną i oprocentowanie obligacji (o stałym lub zmiennym oprocentowaniu; zero kuponowe i indeksowane);
- miejsce emisji (krajowe, zagraniczne);
- opcje dodatkowe (np. zabezpieczone i niezabezpieczone);
- poziom ryzyka inwestycyjnego (np. skarbowe vs korporacyjne).

3. **Prawa do akcji (PDA)** – są to prawa majątkowe, przysługujące inwestorom giełdowym w odniesieniu do akcji danej spółki akcyjnej, których wartość (cena) jest ściśle powiązana z wartością (ceną) akcji już objętych przez nich w ofercie publicznej tejże spółki, aczkolwiek niedopuszczo-

⁴ <https://mfiles.pl/pl/index.php/Akcje>, dostęp: 29.04.2017.

nych dotychczas do obrotu giełdowego (np. z uwagi na to, że nie nastąpiło jeszcze uprawomocnienie ewidencyjne nowych serii tychże akcji). Prawa do akcji stanowią **czasowy substytut akcji** danej spółki, tzn. mogą być notowane na cenie giełdowej od chwili oficjalnego zamknięcia zapisów na odpowiadające im w rzeczywistości akcje. Obrót prawami do nowych akcji podlega takim samym regułom, jak obrót akcjami. PDA notowane są w tym samym systemie notowań, w którym notowane będą akcje danej spółki (lub w którym spółka już jest notowana)⁵.

Po decyzji sądu o zarejestrowaniu nowej emisji, spółka uzgadnia z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych oraz giełdą termin pierwszego notowania – już nie PDA, lecz akcji⁶.

4. **Prawa poboru (PP)** – to zasada umożliwiająca, co najmniej zachowanie przez **dotychczasowych akcjonariuszy** proporcjonalnego udziału w kapitale akcyjnym danej spółki akcyjnej po nowej emisji jej akcji. Według tej reguły objęcie przez akcjonariuszy odpowiedniej liczby nowych akcji zależy ściśle od liczby już posiadanych akcji i odbywa się w terminie specjalnie wyznaczonym im przez spółkę (zobacz schemat 4).

Prawo poboru ma zastosowanie w przypadku nowej emisji akcji przez spółkę. Oznacza ono przywilej pierwszeństwa przy zakupie nowych akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy. Prawo to jest o tyle istotne, że w przypadku objęcia takiej emisji przez nowy krąg akcjonariuszy, nastąpiłoby tzw. **rozwodnienie kapitału**, czyli procentowe zmniejszenie udziału dotychczasowych akcjonariuszy w stosunku do całkowitej sumy kapitału akcyjnego⁷.

Ważną cechą prawa poboru jest to, że może ono być przedmiotem obrotu jako samodzielny papier wartościowy. Oznacza to, że dotychczasowi posiadacze „starych” akcji mogą zrezygnować z prawa objęcia nowych akcji, sprzedając to prawo na giełdzie⁸.

Cena rynkowa praw poboru zależy głównie od kursu akcji spółki oraz czasu, jaki pozostał do ich wygaśnięcia. Teoretycznie wraz z upływem czasu cena rynkowa praw poboru winna spadać, w praktyce może to przebiegać inaczej.

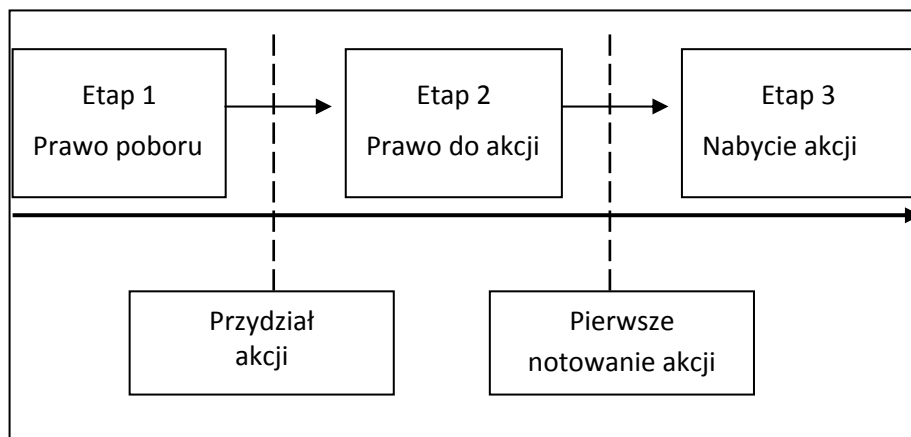
⁵ <https://www.gpw.pl/pda>, dostęp: 04.05.2017.

⁶ *Ibidem*.

⁷ https://www.gpw.pl/prawa_poboru_instrumenty, dostęp: 05.05.2017.

⁸ *Ibidem*.

Schemat 4. Proces nabycia własności akcji



Źródło: opracowanie własne.

5. **Certyfikaty inwestycyjne** – są to papiery wartościowe emitowane przez zamknięte lub mieszane fundusze inwestycyjne. W zależności od rodzaju funduszu jego uczestnicy za wnoszone wpłaty nabywają jednostki uczestnictwa bądź certyfikaty inwestycyjne. Jednostki i certyfikaty reprezentują prawa majątkowe uczestników określone ustawą i statutem funduszu. Certyfikaty inwestycyjne są papierami wartościowymi na **okaziciela**, dlatego mogą być notowane na giełdzie.

Certyfikaty inwestycyjne na okaziciela notowane na giełdzie podlegają codziennej wycenie rynkowej na sesjach giełdowych. Innym sposobem ich wyceny jest cyklicznie dokonywanie jej przez emitenta. Częstotliwość wyceny określona jest w statucie (nie rzadziej niż raz na 6 miesięcy) i wynika z oszacowania wartości instrumentów finansowych, w które zainwestował fundusz⁹.

6. **Warranty** – są to instrumenty finansowe (swoista hybryda), których cena zależy od ceny lub wartości tzw. instrumentu bazowego. Instrumentem bazowym może być papier wartościowy (akcje, obligacje), indeks, stopa procentowa, kurs walut lub inne wartości¹⁰.

Mogą one być emitowane przez banki i inne instytucje finansowe, np. przez domy maklerskie, na akcje spółek notowanych na giełdzie, indeksy itp.

⁹ http://bossa.pl/edukacja/rynek/instrumenty/certyfikaty_inwestycyjne/, dostęp: 05.05.2017.

¹⁰ <https://www.gpw.pl/warranty>, dostęp: 05.05.2017.

4.1.2. Instrumenty rynku terminowego – instrumenty pochodne

Rynki kapitałowe i odbywający się na nich handel za pomocą instrumentów kasowych to tak naprawdę tylko część większej całości. Obecnie, wraz z przyspieszeniem transferu danych i informacji w ramach procesu globalizacji, prym wiedzie kupno i sprzedaż realizowana w przestrzeni wirtualnej, czyli nie tylko za pomocą instrumentów kasowych, ale coraz wyraźniej także derywatów (instrumentów pochodnych). To właśnie transakcje oparte na instrumentach pochodnych stały się rzeczywistym źródłem spekulacji, sukcesu rynków kapitałowych oraz spektakularnych porażek (np. kryzys finansowy zainicjowany w połowie 2008 r. w Stanach Zjednoczonych załamaniem na rynku kredytów typu *subprime*). Jest to w dzisiejszych czasach najszybciej rozwijająca się część rynku kapitałowego.

Zgodnie z ogólnie przyjętą definicją **instrumentem pochodnym (derywatem)** nazywamy instrument finansowy, którego cena (kurs) zależy od wartości instrumentu bazowego¹¹. Jak to już zostało powiedziane do grupy instrumentów pochodnych należą m.in.: kontrakty terminowe (typu *futures*), opcje i warranty. Instrumenty pochodne ze względu na charakter ryzyka można podzielić na dwie zasadnicze grupy, a mianowicie:

1. Instrumenty o ryzyku symetrycznym (kontrakty terminowe, mogą to być kontrakty typu *forward* i *futures* oraz swapy).
2. Instrumenty o ryzyku niesymetrycznym (opcje, warranty).

Obligatoryjne elementy składowe instrumentów pochodnych to¹²:

- rodzaj transakcji (kupno/sprzedaż, wymiana płatności, wymiana walut, udzielenie/ pobranie kredytu);
- instrument bazowy (towa, akcja, kurs walutowy, indeks giełdowy, stopa procentowa, inny instrument pochodny);
- termin wygaśnięcia kontraktu (dzień, przedział czasowy);
- obowiązki i prawa stron;
- sposób rozliczenia i realizacji kontraktu.

Wyróżniamy następujące **kategorie instrumentów pochodnych**: opcje, kontrakty terminowe, jednostki indeksowane, swapy, kredytowe instrumenty pochodne, opcje na stopy procentowe, warranty.

¹¹ Por. J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, Warszawa 1998, s. 13.

¹² <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/forward>, dostęp: 05.05.2017.

Opcje – opcja jest to instrument pochodny, którego nabywca **nie ma obowiązku**, lecz prawo do realizacji warunków kontraktu, a zależnie od wyboru nabywcy, wystawca **może być zobowiązany** do spełnienia jej warunków. Opcja może mieć charakter umowy zawartej na rynku nieregulowanym (OTC) lub może być przedmiotem obrotu na giełdzie¹³. Prawo wynikające z opcji może być zrealizowane w dniu jej wygaśnięcia (opcja europejska), w dowolnym dniu od daty zawarcia kontraktu opcyjnego do daty wygaśnięcia włącznie (opcja amerykańska) lub w kilku ściśle określonych terminach (opcja bermudzka). Za prawo, które daje opcja, jej nabywca płaci sprzedającemu opcję tzw. „wystawcy” (ang. *option writer*) cenę, zwaną premią opcyjną (ang. *premium option price*)¹⁴. Wystawca opcji jest zawsze zobowiązany do sprzedania lub zakupu instrumentu bazowego od nabywcy opcji, jeżeli ten uzna, że zechce z przysługującego mu prawa skorzystać (czyli uzna wykonanie opcji za opłacalne). W praktyce opcja kupna zostaje zrealizowana, gdy cena wykonania opcji jest niższa niż cena rynkowa w terminie wykonania opcji (zysk nabywcy opcji jest wówczas równy różnicy między ceną rynkową a ceną wykonania opcji i uiszczoną premią, przypadającą na jednostkę instrumentu bazowego). Natomiast opcja sprzedaży zostaje zrealizowana, gdy cena wykonania opcji jest wyższa niż cena rynkowa w terminie wykonania opcji (zysk nabywcy opcji jest wówczas równy różnicy między ceną wykonania opcji a ceną rynkową i uiszczoną premią, przypadającą na jednostkę instrumentu bazowego)¹⁵.

Kluczowe rodzaje opcji to:

- opcja kupna (Call) – jest to opcja dająca prawo do zakupu określonego aktywa bazowego po cenie wykonania,
- opcja sprzedaży (Put) – jest to opcja dająca prawo do sprzedaży określonego aktywa bazowego po cenie wykonania.

Przykład transakcji

Transakcja: zakup opcji CALL na rynku walutowym, na rynku pary USD/PLN.

Inwestor kupił grudniową opcję CALL USD/PLN z kursem wykonania 3,30. Transakcja została przeprowadzona w chwili, gdy kurs spot (rynkowy) wynosił USD/PLN = 3,15. Za opcję taką inwestor zapłacił 500

¹³ <https://www.nbportal.pl/sloownik/pozycje-sloownika/opcja>, dostęp: 05.05.2017.

¹⁴ J. Hull, *Kontrakty...*, *op. cit.*, ss. 193–219.

¹⁵ <https://www.nbportal.pl/sloownik/pozycje-sloownika/opcja>, dostęp: 05.05.2017.

pkt, czyli 5 gr. Inwestor osiągnie zysk, jeśli do czasu wygaśnięcia opcji kurs spot będzie wyższy niż 3,35. Jeśli inwestor się pomyli i kurs dolara do złotego zamiast rosnać, będzie spadać, strata nie przekroczy 5 gr¹⁶.

Kontrakty terminowe (ang. *futures contract*) – kontrakt terminowy to umowa pomiędzy dwoma uczestnikami rynku, w której jeden zobowiązuje się sprzedać, a drugi kupić określoną liczbę instrumentu bazowego, czyli instrumentu będącego przedmiotem transakcji, w ściśle określonym terminie w przyszłości po cenie ustalonej w momencie zawierania umowy. Warto podkreślić, że jedną ze stron transakcji jest operator – profesjonalna instytucja finansowa, która oferując określone derywaty, jednocześnie pośredniczy w ich handlu.

W kategorii kontraktów terminowych wyróżniamy:

- kontrakty typu *futures* – są one charakterystyczne dla rynków giełdowych, np. GPW w Warszawie;
- kontrakty typu *forward* – są typowe dla rynków zdecentralizowanych (OTC), np. rynku walutowego.

Próbując przybliżyć genezę kontraktów terminowych, należy zacząć od tego, że pierwsze udokumentowane wzmianki o kontraktach typu *forward* pochodzą z XVII w. z Japonii, a dotyczyły one przyszłych zbiorów ryżu. Kontraktem towarzyszył rozwój technik prognostycznych opartych na tzw. świecach japońskich. Obecnie technika analizy tzw. świec japońskich uznawana jest za jedną z najlepszych i najbardziej rozwiniętych. Jest ona powszechnie stosowana przez profesjonalistów. Kontrakty terminowe typu *futures* miały pierwsze notowania na giełdzie w Chicago (Chicago Stock Exchange) w 1848 r. Dotyczyły one płodów rolnych i surowców. Ze względu na prostą budowę szybko rozprzestrzeniły się na inne obszary rynku kapitałowego.

Typowe główne cele stosowania kontraktów terminowych to:

- a) zabezpieczenie przed ryzykiem negatywnym,
- b) zabezpieczenie przed wahaniami kursów walutowych,
- c) zabezpieczenie przed wzrostem kosztu kredytu,
- d) maksymalizacja zysku – cel *stricte* inwestycyjny,
- e) osłona innych transakcji.

¹⁶ J. Maliszewski, *Zastosowanie opcji walutowych w inwestowaniu oraz zarządzaniu ryzykiem*, 18 listopada 2011, Kolobrzeg, [online] http://www.sii.org.pl/static/img/005661/jacek_maliszewski.pdf, dostęp: 05.05.2017.

Przykład kontraktu typu *forward*

Kontrakt typu *forward* realizowany na rynku walutowym zawierany na rynku pary EUR/USD, w którym strony transakcji ustaliły, że jedna z nich w określonym dniu w przyszłości, np. za miesiąc, zapłaci X EUR za Y USD (transakcja kupna USD za EUR, zajęcie krótkiej pozycji na parze EUR/USD).

Kurs spot z dnia zawarcia transakcji jest zawsze inny niż ustalony pomiędzy stronami kurs terminowy. Dzieje się tak z powodu naliczenia tzw. punktów terminowych, będących pochodną różnic w koszcie pieniądza – stóp procentowych, wynikających z tego, że pomiędzy terminem zawarcia transakcji a terminem jej zapadalności i rozliczenia jest określony czas. Rozliczenie kontraktu nastąpić może z przybliżeniem terminu zapadalności, czyli w dowolnym czasie po zawarciu lub w terminie zapadalności, za pomocą podstawienia waluty lub rozliczenia różnicy kursowej.

Mówimy, że inwestor, który sprzedał kontrakt, zajął **pozycję krótką**, a inwestor, który kupił kontrakt zajął **pozycję długą**. W praktyce funkcjonują, pochodzące z amerykańskiego rynku giełdowego, dwa określenia w tym zakresie:

- strategia byka – jest to strategia zakupu waloru i liczenia na wzrosty kursu/ceny,
- strategia niedźwiedzia – to strategia sprzedaży waloru i liczenia na wzrosty kursu/ceny.

Najważniejszą różnicą między inwestowaniem w akcje a inwestowaniem w kontrakty terminowe jest to, że w momencie zakupu lub sprzedaży kontraktów uczestnicy rynku **nie muszą** angażować wszystkich środków, na jakie wystawione są kontrakty. Wystarczy, by przed zawarciem kontraktu obie strony wniosły jedynie depozyty zabezpieczające, stanowiące niewielki procent wartości kontraktu.

Cechą charakterystyczną rynku kontraktów terminowych jest występowanie dźwigni finansowej. Jest to, jak to już zostało powiedziane, mechanizm polegający na generowaniu dużych zysków lub strat przy relatywnie małej zainwestowanej kwocie w postaci depozytu. To mechanizm typowy dla instrumentów pochodnych, szczególnie charakterystyczny dla inwestowania na rynku walutowym (Forex) za pomocą internetowych platform transakcyjnych (szerzej na ten temat zob. rozdz. 5.1). Czynniki, na których oparte są strategie bazujące na kontraktach terminowych to:

- wolumen (liczba kontraktów, które w danym dniu znalazły się w obrocie);
- liczba otwartych pozycji (informuje o aktualnej liczbie niezamkniętych kontraktów);
- prognoza – założenia (informuje m.in. o tym, jakie są oczekiwania rynku w odniesieniu do przyszłych zmian kursu);
- dywersyfikacja pionowa lub/i pozioma (dotyczy ceny waloru lub/i czasu).

Jednostki indeksowane – są to instrumenty finansowe, należące do instrumentów pochodnych, służące inwestowaniu w indeksy giełdowe bez potrzeby nabywania akcji spółek wchodzących w skład danego indeksu. Jednostka indeksowa zmienia wartość podobnie do indeksu giełdowego, który jest dla niej bazą, ale nie jest to zmiana dokładnie zgodna z nim, bo oprócz wartości indeksu, cenę jednostki kształtują siły popytu i podaży na rynku jednostek indeksowych. Nabywcy jednostki zajmujący długą pozycję zyskują na wzroście jej wartości, zaś wystawcy zajmujący krótką pozycję – na jej spadku. W przypadku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie jednostki indeksowe dotyczą indeksu WIG20, w skład którego wchodzi, w określonych proporcjach, akcje 20 największych i najbardziej płynnych spółek¹⁷.

Swapy – swap należy do rodziny instrumentów pochodnych. Jest to umowa wymiany przyszłych płatności, związanych zwykle z instrumentami dłużnymi lub walutami obcymi, zawarta według wcześniej określonych zasad pomiędzy dwoma lub więcej stronami transakcji. Kontrakty typu swap wykorzystywane są np. do ograniczania ryzyka stóp procentowych lub wymiany walutowej¹⁸.

Kredytowe instrumenty pochodne – to jedna z najmłodszych grup derywatów. Jest to instrument finansowy transferujący ryzyko kredytowe zawarte w aktywie lub aktywach pomiędzy dwiema stronami umowy. W praktyce zróżnicowanie w ramach tej grupy jest niemal nieograniczone. Wśród instrumentów najczęściej stosowanych wymienić można: credit default swap (CDS), total return swap (TRS) oraz credit linked notes (CLN)¹⁹.

Opcje na stopy procentowe – jest to grupa instrumentów pochodnych, których wypłaty zależą od struktury stóp procentowych. Wśród instrumentów najczęściej stosowanych wymienić należy:

¹⁷ <https://www.dbmakler.pl/edukacja/instrumenty-gieldowe/jednostki-indeksowe.html>, dostęp: 05.05.2017.

¹⁸ J. Hull, *Kontrakty...*, *op. cit.*, ss. 161–170.

¹⁹ Por. *Credit Derivative Handbook*, Merrill Lynch, New York 2003.

- opcje na górny/dolny poziom stopy procentowej – caplet/floorlet,
- cap (seria capletów)/floor (seria floorletów),
- binarne opcje stopy procentowej,
- opcje na kontrakty IRS (ang. *interest rate swap*).

Warranty – są to instrumenty finansowe, których cena zależy od ceny lub wartości tzw. instrumentu bazowego. Instrumentem bazowym może być papier wartościowy (akcje, obligacje), indeks, stopa procentowa, kurs walut lub inne wartości. Są to swoiste hybrydy w kategorii instrumentów finansowych, posiadają bowiem zarówno cechy instrumentu rynku kasowego (papiery wartościowe), jak też i instrumentu pochodnego. Obrót warrantami odbywa się na podobnych zasadach jak obrót akcjami na giełdzie lub na rynku pozagiełdowym, mają one zatem wartość rynkową. Warranty są instrumentami niezależnymi, mającymi ograniczony termin ważności (choćby występowały także warranty bezterminowe). Są to instrumenty charakteryzujące się dosyć wysoką dźwignią, co oznacza, że procentowa zmiana wartości warrantu jest większa niż procentowa zmiana kursu akcji²⁰.

4.2. Instrumenty pochodne na polskim rynku kapitałowym

Na polskim rynku kapitałowym mówić można o dwóch zasadniczych obszarach handlu instrumentami pochodnymi. Pierwszy to regulowany rynek giełdowy, drugi zaś to rynek pozagiełdowy (OTC). Rynek giełdowy jest rynkiem bardzo młodym, zasadniczo również znacznie bardziej transparentnym i bezpiecznym. Jest to jednak rynek nieporównywalnie mniejszy od rynku OTC. Z perspektywy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, głównego operatora OTC, rynek derywatów pełni jednak bardzo ważną funkcję – zapewnia płynność, ma więc kluczowe znaczenie dla funkcjonowania całej giełdy.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie oferuje inwestorom trzy rodzaje instrumentów pochodnych:

- kontrakty terminowe,
- opcje,
- jednostki indeksowe.

²⁰ Por. E. Baumgartner, *Jak działa Giełda: Podręcznik dla Inwestorów*, Warszawa 2008.

Największą popularnością zawsze cieszyły się kontrakty terminowe, a zwłaszcza kontrakt terminowy na indeks WIG20. Są one w związku z tym doskonałym wskaźnikiem rozwoju całego rynku instrumentów pochodnych (zob. tabela 5).

Tabela 5. Wartość obrotów na kontraktach terminowych i opcjach na GPW (w mln zł)

Rok	Wartość obrotów na kontraktach terminowych	Wartość obrotów na opcjach
2016	188 439	6 833
2015	216 746	9 679
2014	230 148	11 584
2013	218 839	19 095
2012	216 436	16 269
2011	361 665	23 562
2010	340 648	16 888
2009	258 683	8 391
2008	306 748	8 295
2007	337 066	14 256
2006	190 470	9 727
2005	119 013	5 778
2004	62 747	1 393
2003	58 101	318
2002	38 667	–
2001	49 323	–
2000	29 306	–
1999	3 184	–
1998	301	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych GPW: <https://www.gpw.pl/podstawowe-statystyki-gpw/>, dostęp: 15.11.2017.

Analizując zmiany wartości obrotów na kontraktach terminowych, wi- dać, że bezkonkurencyjne w sensie pozytywnym były lata 2010–2011, a wcześniej rok 2007. Po tym okresie doszło do wyraźnego spadku zainteresowania i wyhamowania handlu tego rodzaju instrumentami (dane statystyczne pokazują, że bardzo popularnymi na warszawskiej giełdzie). Podkre- ślić należy, że to negatywne zjawisko ma charakter trwały i długoterminowy – do końca 2016 r. wartość obrotów w mln zł na kontraktach terminowych nie zbliżyła się nawet do tych z lat 2010–2011. Przyczyn takiego stanu rzeczy doszukiwać się można w dwóch rodzajach wydarzeń. Pierwszy z nich to wydarzenia lokalne, czyli realizacja przez polski rząd reformy emerytalnej uderzającej w OFE – Otwarte Fundusze Emerytalne (maj 2011 r.). Z pulapu lokalnego rynku kapitałowego, jakim jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, zmiany w przepisach prawa oznaczały przede wszystkim ograniczenie roli i znaczenia jednej z głównych grup podmiotów inwestycyj- nych, jaką były Otwarte Fundusze Emerytalne. Od 1999 r., czyli od kiedy rozpoczęły one działalność, na polskiej giełdzie debiutowało ponad 400 spółek. Debiuty w większości poprzedzone były ofertą na rynku pierwot- nym. Statystyki jednoznacznie wskazują, że OFE odegrały w tych ofertach znaczącą rolę (rok 2016 był pierwszym w historii giełdy warszawskiej, kiedy liczba spółek, które opuściły parkiet była większa od liczby spółek, które na nią weszły). Drugi rodzaj wydarzeń to te zewnętrzne, czyli paniczna ucieczka inwestorów od ryzyka z obawy o powrót recesji (Po raz kolejny należy tu przypomnieć, że w sierpniu 2011 r., po raz pierwszy w historii, agencja ratin- gowa Standard & Poor's obniżyła oceny wiarygodności kredytowej USA – wiarygodność spadła o jeden stopień, z AAA do AA+).

Zdecentralizowany, czyli pozbawiony jednego ośrodka, rynek OTC ofe- ruje transakcje niestandardyzowane, lepiej dopasowane do potrzeb indywidu- alnych nabywców. Jest to rynek, który szczególnie w ciągu ostatnich kilku lat, przeszedł prawdziwą metamorfozę w zakresie dostępności. Rozwój internetowych platform transakcyjnych umożliwił upowszechnienie tego rynku nie tylko wśród klientów instytucjonalnych (banki, towarzystwa inwestycyjne), ale również wśród klientów indywidualnych (detalicznych). Jeśli chodzi o ujęcie podmiotowe w zakresie oferowania instrumentów, prym wiodą ban- ki oraz domy maklerskie. Warto jednak podkreślić, że ze względu na charak- ter tego rynku, oferenci są agentami zarówno w ujęciu kalkulacyjnym, jak i ewaluacyjnym. Agent kalkulacyjny (ang. *calculation agent*) jest uprawniony do obliczenia kwoty należności i zobowiązań wynikających z danej umowy ra-

mowej. Z kolei agent ewaluacyjny (ang. *valuation agent*) wzywa drugą stronę do wniesienia zabezpieczenia na podstawie własnych modeli wyceny, opartych na wycenie rynkowej²¹. Tego typu mechanizm, choć powszechny, często staje się przyczyną konfliktów i sporów sądowych.

Chcąc dookreślić wielkość i strukturę rynku OTC w Polsce, warto sięgnąć do badań realizowanych cyklicznie, co trzy lata, w ramach projektu: The BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity, przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements – BIS) wspólnie z narodowymi bankami centralnymi. Celem projektu jest weryfikacja stopnia rozwoju rynku walutowego i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Koordynatorami badania w poszczególnych państwach są banki centralne, w tym Narodowy Bank Polski²².

Dane przedstawione poniżej dowodzą, że rynek pozagiełdowy w zakresie wielkości i płynności, a także dostępności, jest obecnie bezkonkurencyjny (zob. tabela 6).

Tabela 6. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku walutowym w kwietniu w latach 2007–2016 (w mln USD)

Lata	2007	2010	2013	2016
Rynek walutowy	9 224	7 848	7 564	9 116
Kasowe transakcje walutowe	2 405	1 955	2 324	2 083
Transakcje outright forward	6 819	5 893	464	845
Swapy walutowe	5 881	5 368	4 581	5 958
Transakcje CIRS	68	79	125	160
Opcje walutowe	343	128	70	70

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i BIS według: <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/obroty.html>, dostęp: 15.11.2017.

²¹ M. Konopczak, P. Mielus, P. Wieprzowski, *Rynkowe aspekty problemów na pozagiełdowym rynku walutowych instrumentów pochodnych w Polsce w czasie globalnego kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2011, Vol. 42, No. 2, ss. 97–124.

²² <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/polska2016.pdf/>, dostęp: 15.11.2017.

5. PROCES INWESTYCYJNY NA RYNKU GLOBALNYM

Rynek finansowy dzisiaj, w dobie zaawansowanego procesu globalizacji, stanowi sieć wzajemnie powiązanych ze sobą segmentów (części składowych), takich jak: rynek walutowy, kredytowy, pieniężny czy kapitałowy. Wyizolowanie do celów inwestycyjnych, pod względem operacyjnym i analitycznym, wyłącznie jednego z nich jest obecnie praktycznie niemożliwe. Napływające informacje wywierają wpływ (i powodują skutki) na każdy z segmentów z osobna i zarazem na wszystkie jednocześnie.

W ujęciu inwestycyjnym powiązanie rynków jest na tyle silne, że biorąc pod uwagę zróżnicowanie pod względem płynności, mówić można o tzw. efekcie motyla (ang. *butterfly effect*). Zjawisko to szczególnie wyraziste staje się, jeśli porównamy wpływ tej samej informacji na dwa skrajnie odmienne rynki. I tak na przykład, o ile określona informacja na rynku relatywnie bardzo głębokim i płynnym, jakim jest np. amerykański rynek akcji, może wywołać znacznie mniejsze konsekwencje, to już na rynku płytkim, cierpiącym na brak płynności, czyli np. na węgierskiej czy też polskiej giełdzie papierów wartościowych, może okazać się znacznie bardziej dotkliwa w skutkach (spadki indeksów mogą być znacznie bardziej dynamiczne i długotrwałe).

Identyfikacja inwestycji w związku z tym odbywać powinna się w odniesieniu do określonego rynku, ale z uwzględnieniem powiązań i wpływów pozostałych segmentów rynku (wybór inwestycji w ujęciu globalnym). Inwestowanie lokalne jest zatem dzisiaj częścią inwestowania globalnego. Kapitał, szczególnie ten duży, nie zna granic politycznych, przemieszczając się błyskawicznie za pomocą elektronicznych zapisów na kontach inwestycyjnych.

Można wymienić następujące **główne przyczyny tworzenia portfeli z globalnymi inwestycjami:**

1. Zagraniczne rynki kapitałowe są rodzajem dywersyfikacji walorów w portfelu inwestora.
2. Obserwacja zagranicznych rynków kapitałowych pozwala lepiej poznać mechanizmy i zależności występujące na krajowym rynku.
3. Stopy zwrotu z zagranicznych papierów wartościowych często przewyższają stopy zwrotu z krajowych instrumentów.
4. Zagraniczne rynki dostarczają szerszego wachlarza instrumentów finansowych oraz bardziej zaawansowanych narzędzi analitycznych.

Globalizacja inwestycji oznacza:

- brak granic (czyli integrację społeczno-gospodarczo-polityczną);
- błyskawiczny przepływ informacji oraz kapitałów (media, Internet);
- nieograniczony rozwój techniki (przenośne komputery, możliwość realizacji transakcji przez telefon);
- występowanie korelacji pomiędzy rynkami kapitałowymi;
- istnienie międzynarodowych środków płatności (karty kredytowe);
- istnienie międzynarodowych walut (dolar, euro, jen).

W ramach tzw. globalnych koncentracji rynków kapitałowych wyróżnić można:

1. **Rynek amerykański** – nadal jest uważany za najważniejszy na świecie i jego zachowanie to punkt odniesienia dla pozostałych giełd światowych. Zmiany na tym rynku są główną wytyczną podejmowania decyzji inwestycyjnych na wszystkich innych obszarach. Statystycznie, giełdy w USA cechują się największą płynnością oraz tym, że większość największych światowych koncernów jest notowana na tych rynkach. Warto jednak zaznaczyć, że udział amerykańskiego rynku papierów wartościowych jest obecnie mniejszy niż w latach poprzednich i trend ten będzie się pogłębiał.
2. **Rynek europejski** – jest to jeden z najszybciej rozwijających się globalnych rynków kapitałowych. Pod względem strategicznym z pewnością to jeden z najważniejszych rynków. Obecnie, w ujęciu inwestycyjnym, nadal jeszcze mówić można o funkcjonującym podziale na „starą” Europę i tzw. rynki wschodzące (ang. *emerging markets*), do których zalicza się rynki Europy Środkowej i Wschodniej (w tym Polskę).

3. **Rynek chiński** – jest to rynek od kilku lat otwarty dla inwestorów zagranicznych, ma potężny potencjał, obecnie pod względem obrotów konkuruje z rynkiem amerykańskim.
4. **Rynek japoński** – jest to rynek inwestycyjnie silnie skorelowany z rynkiem amerykańskim.
5. **Rynek rosyjski** – to duży rynek o znaczących możliwościach i potencjale. Jego szczególną cechą jest ograniczony charakter wolnorynkowy.

Uszczegółowiając, warto przyrzeć się jeszcze raz największym giełdom, będącym częścią wymienionych wyżej rynków, tym razem, zwracając uwagę na ich kapitalizację. Są to²³:

- New York Stock Exchange (NYSE) – największa giełda świata założona w 1817 r. Jej siedziba mieści się przy słynnej Wall Street (40 Wall Street), a obrót papierami wartościowymi odbywa się całkowicie elektronicznie. Na NYSE odnotowanych jest niespełna 2000 spółek, a kapitalizacja sięga 19 bln USD.
- NASDAQ – druga nowojorska giełda, swoją działalność rozpoczęła w 1971 r. Jeszcze jedenaście lat temu funkcjonowała jako regulowany rynek pozagiełdowy, by w sierpniu 2006 r. stać się licencjonowaną, pełnoprawną giełdą. Jej indeksy notują prawie 3000 spółek – w tym Google czy Apple – a ich kapitalizacja wynosi ponad 6 bln USD.
- London Stock Exchange – największa giełda europejska. Założona w 1801 r. jest jednym z najstarszych rynków obrotu papierami wartościowymi. Wśród 1300 notowanych na niej spółek znajdują się tacy giganci, jak: HSBC, BP, Shell, Tesco czy GlaxoSmithKline. Kapitalizacja sięga ok. 6 bln USD.
- Tokyo Stock Exchange – największa giełda w Japonii i całej Azji Wschodniej. Założona w 1878 r. notuje 2302 spółki, w tym 31 firm zagranicznych. Do najbardziej znanych przedsiębiorstw notowanych na tej giełdzie należą: Sony, Mazda, Mitsubishi czy Yamaha. Kapitalizacja tokijskiej giełdy wynosi ponad 4 bln USD.
- Shanghai Stock Exchange – choć funkcjonowała jeszcze przed II wojną światową, oficjalnie została założona w roku 1990. Giełda w Szanghaju notuje ponad 1000 firm, a do największych należą przede wszystkim

²³ <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics>, dostęp: 30.09.2017; <https://www.viem.pl/pl/twoje-finanse/10-najwiekszych-gield-na-swiecie>, dostęp: 30.09.2017.

Bank of China i Sinopec. Kapitalizacja utrzymuje się na poziomie prawie 4 bln USD.

- Hong Kong Stock Exchange – największa giełda w Azji, która swoją działalność rozpoczęła w 1891 r. Notuje 1995 spółek, z czego aż 989 pochodzi z Chin. Kapitalizacja giełdy w Hongkongu wynosi niewiele ponad 3 bln USD.
- NYSE Euronext – sojusz stworzony przez giełdy w: Amsterdamie, Brukseli, Paryżu i Lizbonie, który w 2000 r. połączył się z nowojorską giełdą NYSE. Indeks Euronext 100 odnotowuje kilka spółek o globalnym zasięgu. Należą do nich: Danone, Philips, Renault, Heineken, Carrefour czy Alcatel. Kapitalizacja sięga 3 bln USD.
- Shenzhen Stock Exchange – jedna z trzech chińskich giełd, formalnie założona w 1990 r. Indeksy SZSE Component, SZSE Composite i SZSE 100 notują łącznie aż 1700 spółek, z których największe to: Ping An Bank, Sanonda czy Huawei Media Investment. Kapitalizacja tej giełdy to ponad 2 bln USD.
- Toronto Stock Exchange (TMX) – trzecia co do wielkości giełda w Ameryce Północnej, powstała w 1861 r. Notowanych jest na niej około 1500 spółek, z czego zdecydowaną większość stanowią przedsiębiorstwa związane z sektorem wydobywczym, ropą i gazem. Kapitalizacja TMX Group wynosi niespełna 2 bln USD.
- Deutsche Börse, Frankfurt nad Menem – powstała w 1990 r. jako Frankfurter Wertpapierbörse. Jej trzy główne indeksy to: DAX, TecDAX i MDAX. Swoje siedziby ma m.in. w: Luksemburgu, Szwajcarii, Czechach, Hiszpanii, Pekinie czy Londynie. Kapitalizacja tej niemieckiej giełdy to ponad 1,5 bln USD.

We współczesnym świecie, tj. w czasach zaawansowanej globalizacji oraz szybkiego postępu technologicznego, trudno wyróżnić jakąś określoną, przypisaną danemu globalnemu rynkowi kapitałowemu, grupę inwestorów. Charakter realizowanych inwestycji oraz dostępność sprawiają, że jedynym potencjalnym wyznacznikiem inwestorów o charakterze globalnym jest ich wielkość, co automatycznie oznacza również ich duże możliwości kapitałowe. W literaturze przedmiotu najczęściej wskazywane kategorie inwestorów to:

- podmioty gospodarcze o charakterze międzynarodowym – duże korporacje,
- banki komercyjne,

- fundusze inwestycyjne,
- państwa,
- banki centralne,
- podmioty indywidualne.

Warto podkreślić, że szczególnie na przestrzeni ostatnich lat, czyli po załamaniu na rynkach finansowych w 2008 r., wzrosło znaczenie inwestorów instytucjonalnych, takich jak banki centralne czy państwa. Jedne i drugie, stając się aktywnymi uczestnikami rynku finansowego, pokazały, że wraz ze zmieniającym się obrazem handlu, zmienia się też rola jego głównych uczestników. Zmiany te wpływają na główne znaczenia tych instytucji. Doskonałym przykładem kierunku tego rodzaju ewolucji polskiego systemu finansowego są wypowiedzi niektórych członków Rady Polityki Pieniężnej (RPP), którzy oficjalnie mówią, że warto obecnie rozważyć aktywne zaangażowanie Narodowego Banku Polskiego zarówno na rynku obligacji korporacyjnych, jak i na rynku akcji. Eryk Łon z RPP twierdzi na przykład, że „Jest możliwe, że w przyszłości także i NBP będzie podejmował działania na polskim rynku akcji. Oczywiście wymaga to przygotowań organizacyjnych. Niezbędny jest też wybór przesłanek takiej aktywności”²⁴. Podejście takie determinowane jest przez to, że skup obligacji korporacyjnych prowadzony jest już przez Bank Anglii, Bank Japonii i Europejski Bank Centralny (EBC), a na rynku akcji, za pośrednictwem części swoich rezerw, aktywne są: Bank Centralny Norwegii (Norges Bank), Narodowy Bank Czeski (CNB), Bank Izraela (BOI), Szwajcarski Bank Narodowy (SNB) oraz Narodowy Bank Węgier.

5.1. Dźwignia finansowa i jej wpływ na rynki

Popularność inwestowania na rynkach finansowych rośnie w tempie geometrycznym. Zjawisku temu towarzyszą określone mechanizmy. Jednym z nich jest **dźwignia finansowa**. Warto od razu zaznaczyć, że ma ona kilka zastosowań w różnych obszarach i w związku z tym definicje dźwigni finansowej mogą się między sobą różnić. Pierwotnym obszarem używania dźwigni finansowej jest finansowanie i struktura finansowa przedsiębiorstwa, występuje ona również jednak powszechnie na rynkach kapitałowych.

²⁴ „Rzeczpospolita”, 10.10.2017, <http://www.rp.pl/autor/98687421395487/eryk-lon>, dostęp: 12.10.2017.

I tak Aleksandra Duliniec określa dźwignię finansową jako działanie związane ze sposobem finansowania działalności inwestycyjnej firmy, a konkretnie ze strukturą kapitału firmy lub inaczej: relacją między finansowaniem działalności firmy długiem a finansowaniem kapitałem własnym²⁵. Nieco inne podejście prezentują w swoim opracowaniu Jan Czekaj i Zbigniew Dresler i definiują ją jako relację procentowej zmiany zysku netto do procentowej zmiany zysku operacyjnego, co powoduje, że uwzględnione zostają czynniki, które nie mają bezpośredniego związku ze strukturą kapitałów, jak: przychody finansowe, czynnik losowy (zyski i straty nadzwyczajne), polityka państwa (obowiązkowe obciążenia wyniku finansowego)²⁶. Z kolei Janusz Ostaszewski, przypisując mechanizm dźwigni finansowej *stricte* działalności przedsiębiorstwa, podkreśla, że efekty dźwigni finansowej mogą być zarówno pozytywne, jak i negatywne. Efekty pozytywne występują wtedy, kiedy stopa zysku przewyższa stopę oprocentowania kredytów. Efekty negatywne pojawiają się, jeśli stopa zysku jest niższa od stopy oprocentowania kredytów, czyli im bardziej stopa zysku jest niższa od stopy oprocentowania kredytów, tym bardziej każde zwiększenie zadłużenia spowoduje coraz większy spadek zyskowności kapitałów własnych²⁷.

Warto podkreślić, że w literaturze przedmiotu z jednej strony dźwignia finansowa jest postrzegana jako kluczowy element teorii finansów, z drugiej – trudno jest znaleźć jej jedną uniwersalną definicję²⁸. Co ciekawe, zaobserwować można dodatkowo zjawisko dualizmu w obszarze identyfikowania tego bez wątpienia ważnego mechanizmu. Obok bowiem próby dookreślenia samego pojęcia *dźwignia finansowa* mówić można też o definiowaniu pojęcia *efekt (mechanizm) dźwigni finansowej*, co wbrew pozorom nie jest tożsame. Efekt dźwigni finansowej według Tomasza Berenta obrazuje relację dźwigni finansowej do ryzyka, które jest przez nią spowodowane²⁹.

Konkludując, co do zasady, stwierdzić należy, że dźwignia finansowa określa relację wielkości kapitału obcego do kapitału własnego. Najczęściej wykorzystywana jest w celu zwielokrotnienia wyniku finansowego w ramach

²⁵ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Warszawa 2011, s. 90.

²⁶ Por. J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw – podstawy teorii*, Warszawa 1998.

²⁷ J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kreczmańska-Gigol, P. Russel, *Finanse spółki akcyjnej*, Warszawa 2009, ss. 185–187.

²⁸ A. Żwirbła, *Dźwignia finansowa – próba krytyki oraz syntezy poglądów*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2007, t. 41, s. 195.

²⁹ T. Berent, *Ogólna teoria dźwigni finansowej*, Warszawa 2013, s. 36.

określonego działania, np. inwestycji. W takiej też roli występuje dźwignia finansowa w obszarze działań o charakterze inwestycyjnym. Doskonałym przykładem jest próba dookreślenia dźwigni przez jedną z profesjonalnych instytucji finansowych (dom maklerski), którą zamieściła na swojej stronie WWW. Czytamy tam: „Dźwignia finansowa to stosunek wartości aktywów inwestora do jego kapitałów własnych, występuje, gdy wartość środków własnych przeznaczonych na nabycie danych aktywów jest niższa od wartości nabywanych aktywów. Dźwignia finansowa może występować jako cecha instrumentu finansowego wbudowana w jego konstrukcję (derywaty) lub powstawać w następstwie finansowania inwestycji środkami pochodzącymi z kredytu, lub dokonywania transakcji z odroczonym terminem pełnej płatności”³⁰.

Tak jak zostało to wykazane powyżej, dookreślenie dźwigni finansowej na podstawie literatury przedmiotu wcale nie jest proste. Dlatego też, używając definicji stosowanej w praktyce, poniżej przedstawiono przykład dźwigni finansowej funkcjonującej na rynku OTC, ze szczególnym uwzględnieniem internetowych platform transakcyjnych.

Przykład: dźwignia 1:200 oznacza, że klient jest w stanie otworzyć pozycję na kwotę **200 razy większą** niż jego depozyt zabezpieczający, np. jeśli klient zdeponował 1000 USD na swoim rachunku inwestycyjnym, może on otworzyć transakcję na kwotę 200 000 USD. Minimalna marża 0,5% musi zostać utrzymana przez cały okres transakcji. Czyli, gdyby w jakimś momencie życia transakcji, strata liczona względem wartości rynkowej (ang. *market to market*) przekroczyła wysokość wkładu zabezpieczającego (1000 USD), pojawiłaby się konieczność niezwłocznego uzupełnienia kapitału. Wykorzystywanie tak dużej dźwigni wiąże się z ponadprzeciętnym ryzykiem poniesienia strat, ponieważ zmiana kursu określonej pary walutowej (instrumentu bazowego) o 0,5% spowoduje zmianę depozytu na rachunku o 100%.

Zasięg dopuszczalnego maksymalnego poziomu dźwigni finansowej u operatorów (brokerów) działających na obszarach inwestycyjnych typu OTC (obszarach typowych dla tego rodzaju inwestowania) jest wysoce zróżnicowany.

³⁰ <http://www.ndm.com.pl/istota-instrumentow-finansowych-oraz-ryzyko-zwiazane-z-inwestowaniem/>, dostęp: 29.05.2017.

Brokerów takich podzielić możemy na dwie grupy, które tworzą³¹:

- A. **Brokerzy posiadający licencję Komisji Nadzoru Finansowego** na prowadzenie działalności. W tej grupie, wśród najbardziej popularnych instytucji, wskazać można:
- TMS Brokers Dom Maklerski (dopuszczalna dźwignia 1:100),
 - X-Trade Brokers Dom Maklerski SA (dopuszczalna dźwignia 1:100).
- B. **Brokerzy działający na podstawie paszportu – zezwolenia innego (np. brytyjskiego czy cypryjskiego) organu nadzoru finansowego.** W tej grupie przykładowo wskazać można:
- Plus500 – należy do spółki Plus500UK Ltd. z siedzibą w Wielkiej Brytanii, dopuszczalna dźwignia to 1:50;
 - Markets.com – jest to broker obsługiwany przez Safecap Investments Limited, spółkę, której główna siedziba znajduje się na Cyprze, dopuszczalna dźwignia to 1:200;
 - FxPro Group Limited – dopuszczalna dźwignia to 1:500;
 - XM Trading Point Holdings Ltd. – regulowany broker Forex, wpłaty i wypłaty w PLN, polska obsługa, konta micro (możliwy jest na nich handel nanolotami), dopuszczalna dźwignia to 1:88;
 - FXTM Forex Time – z siedzibą na Cyprze i podlegający Cypryjskiej Agencji do Spraw Giełd i Papierów Wartościowych (Cyprus Securities and Exchange Commission – CySEC), członek Funduszu Kompensacyjnego dla Inwestorów (Investor Compensation Fund – ICF), dopuszczalna dźwignia to 1:1000.

Biorąc pod uwagę zatem zasięg stosowanych w praktyce maksymalnych dźwigni finansowych, stwierdzić należy, że ich rozpiętość jest ponadprzeciętnie duża (waha się od 1:50 do nawet 1:1000). Z punktu widzenia bezpieczeństwa oczywiste jest, że im mniejsza dźwignia, tym mniejsze przełożenie zmian cen waloru na rynku na zmiany kapitału inwestycyjnego. Poziom stosowanej dźwigni finansowej wyznacza też minimalną, konieczną do otwarcia transakcji, wartość depozytu zabezpieczającego. Można w związku z tym przyjąć uproszczony wniosek, że im mniejsza dźwignia finansowa, tym jest bezpieczniej.

³¹ Na podstawie danych ze stron WWW brokerów oraz ich regulaminów. Według dostępnych statystyk europejskiego nadzoru finansowego na terenie Unii Europejskiej działa obecnie ponad 1600 brokerów.

Stanowisko takie podziela Komisja Nadzoru Finansowego, która już w 2014 r. zgłosiła poprawkę do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, która zmniejszała maksymalny lewar, oferowany przez polskich brokerów rynku Forex, do 1:50. Poprawka została przyjęta przez Komisję Finansów Publicznych. Obecnie (stan na październik 2017 r.) trwają dalsze intensywne prace legislacyjne nad ograniczeniem maksymalnej dźwigni finansowej. Propozycja Ministerstwa Finansów to obniżenie dźwigni nawet do 1:25. Polska jest pierwszym i jedynym krajem UE, w którym obowiązują przepisy ograniczające maksymalny poziom dźwigni finansowej, obecnie wynosi on 1:100. Proponowane zmiany mają charakter bardziej restrykcyjny niż analogiczne regulacje obowiązujące w innych krajach, takich jak: Wielka Brytania, Francja, Niemcy, Hiszpania, Cypr, w których zarejestrowana jest duża część zagranicznych firm inwestycyjnych oferujących usługi polskim klientom.

Obecnie (stan na październik 2017 r.) – w ramach Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) – trwają prace nad wprowadzeniem na początku 2018 r. jednolitych europejskich rozwiązań, których celem jest ochrona inwestorów detalicznych na rynku OTC, również w zakresie narzędzia, jakim jest dźwignia finansowa.

Wskazać należy także, że poziom bezpieczeństwa w przypadku brokerów oferujących możliwość inwestycji na różnych obszarach (w tym na rynku walutowym) za pomocą platformy transakcyjnej identyfikowany jest także na podstawie regulacji, jakim jest poddany. Polski inwestor największe bezpieczeństwo uzyska, korzystając z usług brokera z licencją KNF.

W obszarze rynków kapitałowych dźwignia finansowa bez wątpienia pełni istotną rolę. Jej szeroki i zróżnicowany zakres zastosowania (od wykorzystania przy handlu derywatami na rynku regulowanym – giełdzie papierów wartościowych po handel na platformach transakcyjnych na rynku OTC) sprowadza się zawsze jednak do założenia, że inwestor dokonuje inwestycji wymagającej kapitału znacznie większego niż jego realne środki zgromadzone na rachunku inwestycyjnym. Tego rodzaju kredytowanie dokonywane przez operatora wpisane jest w specyfikę handlu prowadzonego za pomocą instrumentów pochodnych.

Bez wątpienia można też stwierdzić, że dźwignia finansowa stosowana na rynkach z jednej strony jest czynnikiem wpływającym bezpośrednio na wagę ryzyka, z drugiej zaś jednocześnie zwiększa atrakcyjność inwestycyjną (zwłaszcza spekulacji), płynność rynków i – w efekcie – ich rozwój.

5.2. Znaczenie źródła informacji w procesie globalnego inwestowania

Źródła informacji w procesie globalnego inwestowania stanowią jedno z kluczowych warunków dobrze realizowanego procesu inwestycyjnego. Z jednej strony wiarygodna informacja, a z drugiej równy do niej dostęp stanowią elementarną zasadę dobrze funkcjonujących rynków kapitałowych w gospodarce wolnorynkowej.

Inwestor opierający swoje decyzje na szybko dostępnych i pewnych informacjach w znaczącym stopniu zwiększa prawdopodobieństwo sukcesu – wygenerowania zysku. W czasach błyskawicznego transferu informacji, oprócz samej informacji i jej źródła, wartością w ujęciu inwestycyjnym jest też prawdopodobieństwo wystąpienia określonej informacji w danym momencie w przyszłości. Rynki „konsumują” zawsze zarówno bieżące dane, jak też i te oczekiwane, szacowane w oparciu o prognozy.

Analizując źródła informacji w procesie globalnego inwestowania, skoncentrować się należy na zasadzie: od ogółu do szczegółu (rozumowanie redukcyjne lub indukcyjne)³². W praktyce inwestycyjnej jest to rodzaj rozumowania najczęściej stosowany. Napływające informacje powinny być analizowane i interpretowane w następującej kolejności:

- obszar określonej gospodarki światowej (np. USA, Europa),
- wybrany segment rynku finansowego (np. rynek akcji czy rynek walutowy),
- wybrana branża,
- wybrany walor (spółka).

Warto jednak pamiętać, że o ile taka ścieżka dedukcji pozwala szeroko analizować zjawisko, o tyle prawdziwość przesłanek nie gwarantuje pewności wniosku.

5.2.1. Klasyczne źródła tzw. wiarygodnych informacji

Wskazując potencjalne, w praktyce spotykane najczęściej, źródła informacji wykorzystywanych w procesie inwestycyjnym, zwrócić należy uwagę na kilka głównych strumieni źródeł. Wiarygodne źródła w ujęciu inwestycyjnym to takie, które podają zawsze informacje sprawdzone i prawdziwe, a także takie,

³² J. M. Bocheński: *Współczesne metody myślenia*, Poznań 1992, s. 103.

które publikują je zgodnie z wcześniej wskazanym harmonogramem i zazwyczaj zamieszczają określone, towarzyszące tym informacjom, prognozy.

W środowisku inwestycyjnym panuje pogląd, że rynek finansowy ma „długą pamięć”. Sformułowanie to doskonale oddaje specyfikę upublicznienia i obiegu informacji. Raz skażone wiarygodne źródło informacyjne na długo traci swoje pierwotne znaczenie i siłę oddziaływania na ceny walorów.

Co do zasady przyjąć można, że z punktu widzenia znaczenia inwestycyjnego, zaraz po zaufaniu do źródła informacji, istotna jest generowana w oczekiwaniu na informację prognoza. Pojawienie się na rynku informacji oczekiwanej i dobrze prognozowanej (np. powołanie składu nowego rządu czy decyzja w sprawie stóp procentowych) wywiera zawsze mniejszy bezpośredni wpływ na dynamikę zmiany ceny waloru, niż pojawienie się informacji nieoczekiwanej i nieprognozowanej (np. dymisja rządu bądź interwencyjna zmiana stóp procentowych).

Wśród głównych, klasycznych, tzw. **wiarygodnych źródeł informacji** wskazać należy³³: publikacje rządowe o stanie gospodarki, publikacje banków centralnych i komercyjnych, raporty firm brokerskich i agencji ratingowych, informacje generowane przez spółki, serwisy informacyjne profesjonalnych agencji, informacje generowane przez spółki, informacje o charakterze komercyjnym, publikacje prasowe, Internet, plotkę.

Publikacje rządowe o stanie gospodarki, które zwierają np.:

- wyniki badań dotyczących dochodu narodowego,
- wyniki badań dotyczących wysokości inflacji,
- dane statystyczne na temat bezrobocia,
- dane statystyczne dotyczące wskaźnika konsumpcji,
- dane statystyczne dotyczące średniego miesięcznego wynagrodzenia,
- inne materiały analityczne i prognostyczne.

Dane w publikacjach rządowych o stanie gospodarki są zazwyczaj publikowane cyklicznie (generując tym samym możliwość analizy wyników statystycznych w ujęciu historycznym). W Polsce tego typu materiały opracowywane są przez ministerstwo finansów lub ministerstwo rozwoju.

Publikacje banków centralnych i komercyjnych:

- raporty o wysokości zadłużenia narodowego,
- raporty o przepływie kapitałów,
- raporty o stanie oszczędności,

³³ Por. F. K. Reilly, K. C. Brown, *Analiza...*, *op. cit.*, ss. 255–285.

- raporty na temat wysokości rezerw walutowych,
- inne materiały analityczne i prognostyczne.

Publikacje z sektora bankowego są jednymi z ważniejszych. Na szczególną uwagę zasługują materiały udostępniane opinii publicznej przez banki centralne. Są to materiały bardzo często publikowane cyklicznie, o najwyższym poziomie wiarygodności. Zaufanie inwestorów wynika z tego, że banki centralne pełnią funkcję kontrolującą i monitorującą nie tylko banki komercyjne, ale również sprawują pieczę nad bezpieczeństwem systemu płatniczego, cechując się stabilnością, transparentnością i przewidywalnością procesu decyzyjnego. **Banki centralne** to we współczesnej gospodarce rynkowej instytucje o kluczowym znaczeniu.

Po 2008 r. (wcześniej również, choć nie tak intensywnie) znaczenia nabrała aktywność międzynarodowa banków centralnych. Dotyczy ona nie tylko polityki kursowej i zarządzania rezerwami walutowymi. Coraz częściej wpływają one na kreowanie środowiska gospodarczego i starają się skoordynować podejmowane przez siebie działania. Służy temu np. Bank Rozliczeń Międzynarodowych w Bazylei, który prowadzi rozliczenia między bankami centralnymi (bank banków centralnych)³⁴.

Bardzo często na bankach centralnych spoczywa obowiązek konsultowania swoich działań z przedstawicielami administracji rządowej. Tak jest np. w USA, gdzie przewodniczący Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (szef Fedu) musi, przed spotkaniem kierowanego przez siebie gremium, odbyć konsultacje z urzędującym sekretarzem skarbu. Nie oznacza to jednak, że administracja prezydenta USA może narzucić swoją wolę organom banku centralnego³⁵.

W przypadku informacji publikowanych przez banki komercyjne trudno mówić o ich aż takim znaczeniu, jak w odniesieniu do banków centralnych. Informacje banków komercyjnych odnoszą się głównie do materiałów analitycznych, różnego rodzaju prognoz, w tym też i tych dotyczących oczekiwanych przyszłych zmian głównych wskaźników makroekonomicznych (np. PKB czy inflacji). Zasadniczo jednak tego rodzaju publikacje, o ile nie są kontrowersyjne lub skrajnie odbiegające od dominującego na rynku poglądu (prognozy na dany okres), mają charakter lokalny, przez co nie wywołują zbyt dużych emocji wśród inwestorów.

³⁴ https://www.nbportal.pl/wiedza/artykuly/pieniaz/bank_centralny_wiele_funkcji_wiele_instrumentow, dostęp: 11.04.2017.

³⁵ *Ibidem*.

Raporty firm brokerskich i agencji ratingowych (np. Goldman Sachs & Company, Merrill Lynch, Morgan Stanley):

- raporty dotyczące amerykańskiego rynku papierów wartościowych,
- przeglądy światowych rynków kapitałowych,
- perspektywy ekonomiczne ważniejszych krajów i regionów gospodarki światowej w kontekście ich kondycji,
- problematyka importu – eksportu,
- sytuacja w głównych gałęziach przemysłu o zasięgu globalnym,
- kursy walutowe,
- inne.

Agencje ratingowe to instytucje, których głównym zadaniem jest opracowywanie i publikowanie cyklicznych ocen wiarygodności znajdujących się w obrocie instrumentów finansowych (zwłaszcza dłużnych) oraz ich emitentów (duże korporacje, państwa, spółki celowe, banki itp.). Działają one jako przedsiębiorstwa całkowicie komercyjne, pobierając wysokie opłaty za wydawanie opinii. Mogą oceniać wiarygodność finansową podmiotów na ich prośbę lub z własnej inicjatywy. W pierwszym przypadku organizacja zainteresowana posiadaniem ratingu musi wybrać agencję, podpisać z nią umowę, dostarczyć dokumenty finansowe, czasem także te niejawne. Gdy zaś agencja ratingowa działa z własnej inicjatywy, rating kredytowy ustala jedynie na podstawie **informacji dostępnych publicznie**. Każda agencja działa, stosując własną metodykę nadawania ratingu³⁶.

Najważniejsze agencje zyskały miano „Wielkiej Trójki”, a należą do nich³⁷:

- Moody's Investors Service (jest najstarsza na świecie, powołano ją w 1909 r.);
- Standard & Poor's (największa w USA, jest to spółka notowana na giełdzie);
- Fitch Ratings (powstała w USA).

Moody's, Standard & Poor's oraz Fitch opanowały ok. 95% globalnego rynku usług ratingowych, co skutkuje wysoką ceną wydawanych ratingów (rentowność na poziomie 40%), którą państwa i przedsiębiorstwa są zmuszone im płacić. Jak podaje „Puls Biznesu”, polskie ministerstwo finansów zapłaciło w 2015 r. agencjom ratingowym prawie 3 mln zł³⁸.

³⁶ <https://ergokantor.pl/jak-dzialaja-i-czym-zajmuja-sie-agencje-ratingowe.html>, dostęp: 11.04.2017.

³⁷ <http://phavi.umcs.pl/at/attachments/2015/1211/084956-finance-pol-eng.pdf>, dostęp: 11.04.2017.

³⁸ <https://ergokantor.pl/jak-dzialaja-i-czym-zajmuja-sie-agencje-ratingowe.html>, dostęp: 11.04.2017.

Rezultatem oceny wiarygodności danego podmiotu, dokonywanej przez agencję ratingową, jest tzw. **rating**. Ocena ratingowa przedstawiona jest za pomocą symbolu literowego wedle wcześniej przyjętej skali. Symbol literowy uzupełnia się modyfikatorem cyfry lub znaku. Za pomocą znaku plus (+) i znaku minus (–) określa się różnice w ramach tej samej kategorii. Dodatkowo uzupełnia się ocenę miernikiem szacowanej zmiany na najbliższe lata. Prognoza pozytywna – umożliwia podniesienie oceny, negatywna – wręcz przeciwnie, obniżenie oceny, a stabilna – podniesienie lub obniżenie. Najlepszy rating, jaki można otrzymać, gdy mówimy o perspektywach długoterminowych, to AAA, nieco niższy jest AA+, następnie AA, AA–, A+, A, A–, BBB+, BBB itd., aż do najniższego czyli D. Pomiędzy ratingiem AAA a BBB mówimy o poziomie inwestycyjnym, od BB+ do D o poziomie spekulacyjnym³⁹. Każda agencja ratingowa stosuje nieco odmienną skalę ocen (zob. tabela 7).

Tabela 7. Indeks ocen ratingowych wystawianych przez agencje: S&P, Fitch, Moody's

S&P	Fitch	Moody's	Opis znaczenia oceny
Poziom inwestycyjny			
AAA	AAA	Aaa	Wyjątkowa duża zdolność emitenta do wywiązywania się z podjętych zobowiązań finansowych
AA + AA AA –	AA + AA AA –	Aa Aa1 Aa2	Bardzo duża zdolność emitenta do wywiązywania się z podjętych zobowiązań finansowych
A + A A –	A + A A –	A1 A2 A3	Duża zdolność emitenta do wywiązywania się z podjętych zobowiązań przy jednoczesnej wrażliwości na niekorzystne warunki zewnętrzne
BBB + BBB BBB –	BBB + BBB BBB –	Baa1 Baa2 Baa3	Wystarczająca zdolność płatnicza emitenta do wywiązywania się z podjętych zobowiązań przy jednoczesnej większej wrażliwości na niekorzystne warunki zewnętrzne

³⁹ <https://moodys.com>, standardandpoors.com oraz fitchratings.com, dostęp: 12.11.2017 <https://moodys.com>, standardandpoors.com oraz fitchratings.com, <https://tradingeconomics.com/country-list/rating>, dostęp: 12.11.2017.

S&P	Fitch	Moody's	Opis znaczenia oceny
Poziom spekulacyjny			
BB+ BB BB –	BB+ BB BB –	Ba1 Ba2 Ba3	Emitent dysponuje jeszcze wystarczającą zdolnością płatniczą, ale stoi w obliczu nie-sprzyjających warunków zewnętrznych – mogą wystąpić zaburzenia w terminowej obsłudze długu
B + B B –	B + B B –	B1 B2 B3	Emitent obecnie jest w stanie sprostać zobowiązaniom finansowym, ale stoi w obliczu zakłóceń w obsłudze długu
CCC + CCC CCC –	CCC	Caa1 Caa2 Caa3	Zdolność płatnicza emitenta jest zagrożona. Do terminowej obsługi długu wymagane są korzystne warunki ekonomiczne i finansowe
CC	CCC	Ca	Zdolność płatnicza emitenta jest bardzo zagrożona lub wstrzymał się on już od wywiązywania się z zobowiązań
C	CCC	C	Emitent już zalega z regulowaniem zobowiązań, ale wypłata zobowiązań jest jeszcze częściowo kontynuowana
D	DDD DD D	–	Emitent stracił zdolność do terminowego regulowania zobowiązań lub ogłosił upadłość

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisów informacyjnych: moodys.com, standardandpoors.com, fitchratings.com; <https://tradingeconomics.com/country-list/rating>, dostęp: 12.11.2017.

Po 2008 r. pojawiło się wiele kontrowersji dotyczących wiarygodności i obiektywności informacji (w tym i ocen) publikowanych przez agencje ratingowe. Zastrzeżenia, że amerykańskie największe agencje ratingowe, publikując określone informacje, nie były bezinteresowne i ostatecznie przyczyniły się do kryzysu finansowego, spowodowały, że zaufanie do nich podupadło. W Europie narodził się nawet pomysł powołania europejskiej agencji ratingowej. W Polsce zaś spekuluje się, że pod rządowym nadzorem powstanie Polska Agencja Ratingowa, którą stworzą wspólnymi siłami Giełda Papierów Wartościowych, Polski Fundusz Rozwoju oraz Biuro Informacji Kredytowej.

Informacje generowane przez spółki, czyli:

- roczne raporty – odnoszą się do operacji finansowych oraz bieżącej sytuacji finansowej,
- kwartalne raporty finansowe – zawierają skrócone rachunki zysków i strat,
- prospekty emisyjne – przygotowywane w celu sprzedaży papierów wartościowych na rynku pierwotnym,
- informacje bieżące.

Informacje publikowane przez przedsiębiorstwa mają charakter *stricte* dyktowany. Innymi słowy: nie są to materiały informacyjne dotyczące całej gospodarki czy też nawet określonej jej części lub branży. Informacje w nich zawarte dotyczą bezpośrednio określonych podmiotów gospodarczych, czyli z punktu widzenia inwestora są ostatnim ogniwnem analitycznym (trzymając się zasady: od ogółu do szczegółu). Materiały informacyjne, szczególnie te posiadające wysoki współczynnik zaufania i wiarygodności, odnoszą się do spółek giełdowych, a więc takich, których akcje (bądź inne walory) są przedmiotem notowań na giełdzie. Przedsiębiorstwa-spółki giełdowe mają bowiem ustawowy obowiązek informacyjny⁴⁰, który ma na celu przede wszystkim zapewnienie obecnym oraz przyszłym właścicielom instrumentów finansowych dostępu do istotnych informacji na temat spółki publicznej i służyć wyeliminowaniu asymetrii informacyjnej pomiędzy uczestnikami rynku. Obowiązki informacyjne obejmują swoim zakresem konieczność przekazywania do publicznej wiadomości informacji poufnych, raportów bieżących i okresowych.

Jak można przeczytać na stronie WWW warszawskiej giełdy „Informacje udostępniane przez spółki stanowią dla inwestorów podstawę oceny sytuacji gospodarczej i finansowej danego emitenta oraz perspektyw jego rozwoju. Rezultatem prawidłowego wypełniania przez spółki obowiązków informacyjnych jest wzrost zaufania inwestorów do rynku kapitałowego, który w dalszej perspektywie przekłada się na korzyści dla emitentów, takie jak pozytywny wizerunek spółki, wyższa wycena notowanych instrumentów finansowych oraz niższy koszt pozyskania dodatkowego finansowania w przyszłości”⁴¹.

⁴⁰ Na przykład: Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji, Dz. Urz. UE, L 184 z 6.07.2001.

⁴¹ https://www.gpw.pl/Obowiazki_informacyjne, dostęp: 12.04.2017.

W Polsce nadzór nad prawidłowością wypełniania przez emitentów obowiązków informacyjnych sprawuje **Komisja Nadzoru Finansowego**, która w przypadku stwierdzenia naruszenia przepisów może nałożyć sankcje administracyjne zarówno na spółkę, jak i na członków zarządu lub rady nadzorczej⁴².

Profesjonalne agencje/serwisy informacyjne – są to źródła informacji zazwyczaj ogólnodostępne cieszące się dużym i bardzo dużym zaufaniem inwestorów. Serwisy o największym znaczeniu to przede wszystkim:

- Thomson Reuters – jest to największa na świecie międzynarodowa multimedialna agencja informacyjna dostarczająca wiadomości o tematyce inwestycyjnej, biznesowej, finansowej, giełdowej, a także z dziedziny technologii i funduszy powierniczych do serwisów mobilnych, internetowych, video oraz zamieszczająca je na interaktywnej platformie telewizyjnej. Dziennikarze tej agencji są zobowiązani na mocy *Reuters Editorial Handbook* do wiarygodnego i bezstronnego prezentowania informacji⁴³.
- Bloomberg – jest to serwis informacyjny dostarczający informacje w czasie rzeczywistym. Istnieje od 30 lat i wywodzi się ze Stanów Zjednoczonych. Platforma umożliwia nie tylko pozyskiwanie bieżących informacji napływających na rynek, ale i szeroką analizę dowolnych instrumentów finansowych, analizę sektorów czy trendów gospodarczych w ujęciu makroekonomicznym (podobnie jak Reuters). Zasadniczo jest bliźniaczo podobna do agencji Reuters.

W Polsce najstarszą (działa od 1918 r.) i największą agencją informacyjną jest Państwowa Agencja Prasowa (PAP). Zbiera ona, opracowuje i przekazuje obiektywne i wszechstronne informacje z kraju i zagranicy. Przez całą dobę, 7 dni w tygodniu 250 dziennikarzy i 40 fotoreporterów przygotowuje serwisy informacyjne, z których korzystają media, instytucje, urzędy państwowe i przedsiębiorcy⁴⁴.

Informacje o charakterze komercyjnym – to wszelkiego rodzaju informacje, raporty, analizy lub innego typu materiały informacyjne najczęściej publikowane w prasie lub dedykowanych internetowych serwisach informacyjnych. Są przygotowane na zlecenie, a więc odpłatne.

⁴² *Ibidem*.

⁴³ <http://reuters.pl/tr/quotes/quotesMain.action>, dostęp: 11.04.2017.

⁴⁴ <http://www.pap.pl/o-agencji/>, dostęp: 11.04.2017.

Publikacje prasowe – są to publikacje o charakterze prasowym, a więc ukazujące się cyklicznie, o tematyce *stricte* finansowej lub zawierające wydzielone części o takiej tematyce. Ze względu na częstotliwość wydawania tego rodzaju publikacji wyróżnić można następujące ich rodzaje:

- prasa codzienna o zasięgu ogólnoswiatowym („The Wall Street Journal”, „The Times”);
- tygodniki finansowo-ekonomiczne („Business Week”, „The Economist”);
- miesięczniki („Money”, „Global Finance Magazine”).

Internet – jest to obecnie jedno z najważniejszych, najbardziej dostępnych i najszybciej aktualizujących się źródeł informacji (aktualizacja informacji jest w tym wypadku elementem kluczowym, dopiero na drugim miejscu znajduje się wiarygodność i rzetelność). W krajach rozwiniętych Internet wśród zaawansowanych użytkowników stał się głównym źródłem informacji, wyprzedzając prasę i telewizję. Na niekorzyść tego nośnika informacji działa jednak fakt, że zamieszczane w nim informacje są zazwyczaj słabo uporządkowane, często źle sklasyfikowane, istnieją w wielu formatach, dodatkowo proces wyszukiwania informacji utrudnia stale zmieniająca się struktura zarówno pod względem ilości, jak i zawartości⁴⁵. Warto jednak również podkreślić, że Internet sam w sobie stanowi źródło dostępu do szerokiego spektrum zróżnicowanych źródeł. Jednym z nich jest, wykształcony w ciągu ostatnich lat, segment portali społecznościowych, gdzie przekaz informacji zawartej często w stu kilkudziesięciu znakach jest błyskawiczny. Doskonałym przykładem źródła tego typu informacji jest Twitter.

Plotka – jest to rodzaj informacji, który nie ma przypisanego określonego źródła, ale z inwestycyjnego punktu widzenia nie może zostać pominięty. Plotka jako rodzaj informacji różni się zdecydowanie od pogłoski, newsa, czy też klasycznej informacji. Jest ona silnie naznaczona emocjonalnie. Znani psycholodzy amerykańscy Gordon W. Allport oraz Leo Postman definiują ją jako rodzaj informacji wiarygodnej, przekazywanej za pomocą słowa mówionego, jednak bez wystarczających dowodów jej prawdziwości⁴⁶. Zazwyczaj pojawia się tam, gdzie wiarygodność źródła jest dyskusyjna lub w ogóle nie można o niej mówić, a pozyskana informacja jest ważna i nieoczekiwana. W odniesieniu do rynku finansowego plotka, jako źródło informacji, zawsze miała istotne znaczenie. W części literatury przedmiotu przyjęło się, że na

⁴⁵ Por. D. Wilk-Kolodziejczyk, *Pozyskiwanie wiedzy w sieciach komputerowych z rozproszonych źródeł informacji*, [w:] L. Haber, *Spółeczeństwo informacyjne. Wizja czy rzeczywistość?*, Kraków 2004, s. 289.

⁴⁶ Por. G. W. Allport, L. Postman, *The Psychology of Rumor*, New York 1947.

podstawie niepotwierdzonych informacji (plotki, pogłoski) realizowane są transakcje o charakterze spekulacyjnym (nie do końca znajduje to odzwierciedlenie w praktyce). Plotki mają to do siebie, że zazwyczaj dotyczą istotnych wydarzeń, co automatycznie wpływa na nastroje inwestorów, tym bardziej, że informacja zawarta w plotce ma prawie zawsze charakter zaskakujący. Bardzo często w związku z tym zdarza się, że niepotwierdzona informacja, która wzięła się znikąd, wstrząsa notowaniami walorów (duże spadki lub wzrosty). Na rynku kapitałowym na bazie takich reakcji powstało nawet powiedzenie: „Sprzedawaj plotki, kupuj fakty”. Odzwierciedla ono regułę, według której inwestor kieruje się zasadą asymetrii inwestycyjnej, co oznacza, że w momencie, gdy rynek wykazuje wrażliwość na pogłoski podejmowana jest decyzja o sprzedaży akcji natomiast, jeśli chodzi o zakup walorów, zalecana jest wówczas duża ostrożność⁴⁷.

5.3. Częściowa efektywność rynku kapitałowego

Zgodnie z powszechnie obowiązującym poglądem rynek akcji jest wrażliwy lub bardzo wrażliwy na wszelkie informacje o charakterze makroekonomicznym (stan gospodarki) i fundamentalnym (prognozy i dane finansowe, wszystkie istotne informacje dotyczące działalności operacyjnej spółki notowanej na giełdzie papierów wartościowych).

Inwestorzy zainteresowani określonymi walorami, zarządzając ryzykiem w ramach swojego portfela (podejmując decyzje inwestycyjne), próbują przewidzieć przyszłość poprzez reagowanie z wyprzedzeniem na wszelkiego rodzaju informacje, które w jakimkolwiek stopniu mogą wpłynąć na kurs akcji. Według różnych szacunków notowania giełdowe wybiegają w przyszłość (względem zachowań realnej gospodarki) o 6–9 miesięcy i w takim też horyzoncie inwestycyjnym podejmowana jest znacząca część decyzji. Idąc dalej, przyjąć można, że zachowanie indeksów giełdowych jest swoistym odzwierciedleniem przyszłej kondycji gospodarki właśnie w horyzoncie jednego lub dwóch kwartałów naprzód.

Inwestorzy „przewidując przyszłość”, w przypadku praktycznie każdego rodzaju strumienia danych (informacji), koncentrują się na pewnych jego elementach, takich jak:

⁴⁷ <http://finansopedia.forsal.pl/encyklopedia/gielda/hasla/911257,sprzedawaj-plotki-kupuj-fakty.html>, dostęp: 11.04.2017.

- a) **dane historyczne** – pozwalają na zbudowanie określonej historii wyników, zdarzeń i tendencji dominującej w ramach wyznaczonej przestrzeni czasowej, a stanowiącej silną bazę (determinantę) do wyciągnięcia określonych wniosków dotyczących ewentualnych przyszłych wydarzeń i w konsekwencji zmian kursu akcji, (analiza przyszłości bazująca na określonych strumieniach danych z przeszłości to analiza techniczna, wskazania wynikające z niej pozwalają znaleźć odpowiedź na pytanie: kiedy kupić/kiedy sprzedać?);
- b) **prognozy i założenia** – dotyczą określonych wydarzeń, danych lub informacji pochodzących z wiarygodnych źródeł, mogących mieć jakikolwiek wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, którego akcje notowane są na giełdzie papierów wartościowych.

W literaturze przedmiotu za czynniki mające najbardziej zauważalny wpływ na zmiany kursu akcji uważa się⁴⁸:

- zyski i inne czynniki fundamentalne dotyczące danej spółki,
- dywidendy danej spółki,
- zmiany w sektorze, w którym działa spółka,
- publikacje danych makroekonomicznych,
- nieoczekiwane wydarzenia o silnym znaczeniu gospodarczym, które w dłuższym horyzoncie czasowym mogą mieć wpływ również na kondycję danej spółki.

Zyski i inne czynniki fundamentalne dotyczące danej spółki – jest to bez wątpienia grupa informacji, które **mają największe znaczenie dla kształtowania się kursu akcji**. Ocena wyników spółki odbywa się na podstawie analizy jej wskaźników fundamentalnych (tj. zaczerpniętych z jej raportów finansowych – przede wszystkim bilansu oraz rachunku zysków i strat). Najważniejszym wskaźnikiem jest **poziom zysków przedsiębiorstwa**, czyli to, ile spółka zarabia po potrąceniu wszystkich kosztów. Na podstawie literatury przedmiotu w tym zakresie, przyjąć należy, że w długim okresie występuje silna dodatnia korelacja pomiędzy wzrostem zysków spółki a jej wyceną rynkową, szczególnie dotyczy to generowania zysków wyższych niż powszechnie oczekiwane (prognozowane). Inwestorzy, obserwując systematyczny wzrost poziomu zysków przedsiębiorstwa, są skłonni do

⁴⁸ Por. H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Warszawa 2012.

zwiększania zaangażowania swojego kapitału w aktywa-akcje. Działanie takie ma swoje racjonalne uzasadnienie nie tylko w oczekiwanym wzroście cen akcji, ale również w dodatkowej premii w postaci wypłaty części zysku netto tj. dywidendy. Innymi wskaźnikami obserwowanymi przez inwestorów są m.in. zwrot z kapitału własnego (ROE), a także cena do wartości księgowej (P/BV). Dają one ogólny obraz kondycji finansowej spółki.

Ważną determinantą skali wrażliwości kursu waloru na publikowane informacje o charakterze fundamentalnym dla danej spółki jest **płynność rynku**. Ogólna zasada rynkowa mówi, że im mniejsza jest płynność rynku, tym wrażliwość kursu waloru na określone informacje, szczególnie te nie-oczekiwane wcześniej przez inwestorów, jest wyraźniejsza i bardziej dynamiczna.

Zgodnie z powszechnie wyrażanym w literaturze przedmiotu poglądem na płynność rynku ma wpływ szereg czynników, a te najważniejsze to⁴⁹:

- struktura akcjonariatu spółki;
- kapitalizacja⁵⁰ – bardziej płynne są akcje o wysokiej kapitalizacji;
- liczba akcji w tzw. wolnym obrocie (*free float*)⁵¹;
- aktualna koniunktura rynkowa;
- sytuacja w danej branży;
- sytuacja w gospodarce;
- konkurencyjność innych, oferowanych w danym czasie przez rynki finansowe, form lokowania pieniędzy;
- polityka informacyjna spółki.

⁴⁹ <https://www.gpw.pl>, dostęp: 10.08.2017; <https://www.fxmag.pl/artykul/jak-plynnosc-obrotu-moze-wplynac-na-twoje-inwestycje>, dostęp: 10.08.2017.

⁵⁰ Termin *kapitalizacja spółki giełdowej* oznacza rynkową wartość spółki obliczoną na podstawie aktualnych notowań jej akcji na giełdzie. Kapitalizacja (wartość giełdowa) obliczana jest jako iloczyn wszystkich wyemitowanych przez spółkę akcji i ich aktualnej ceny rynkowej.

⁵¹ Zgodnie z informacjami ze strony WWW Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie: Przyjmuje się, że akcje posiadane przez dużych (pow. 5%) lub strategicznych inwestorów, albo przez założycieli spółki, są, co do zasady, wykluczone z codziennego obrotu na giełdzie, ponieważ są to inwestorzy długoterminowi. Akcje znajdujące się w wolnym obrocie powinny stanowić min. 15% wszystkich akcji spółki. Z drugiej strony free float nie powinien być również zbyt duży, gdyż inwestorzy zazwyczaj oczekują kontynuacji dotychczasowej strategii spółki, a więc zaangażowania jej dotychczasowych właścicieli w zarządzanie spółką. https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/opis_indeksow/WIG20/freefloat.pdf, dostęp: 23.05.2017.

Czynnikiem silnie stymulującym płynność oraz dynamikę zmian notowań określonego waloru są również **prognozy vs rzeczywiste publikacje**. Firmy osiągające wyższe wyniki niż oczekują tego inwestorzy, generują dobre warunki, do tego, aby ich akcje drożały bardziej zaraz po publikacji. Analogicznie, kiedy wyniki są słabsze, akcje na ogół tanieją. Czasem jednak zdarza się, że mimo opublikowania wyników zgodnych z oczekiwaniami inwestorów, akcje zaczynają tracić na wartości. Dzieje się tak w sytuacji, kiedy zgodnie z prognozami oczekiwano jeszcze lepszych danych.

O jeszcze innym rodzaju reakcji inwestorów możemy mówić w sytuacji bardzo dynamicznych i nieprzewidywalnych zmian w otoczeniu – na szerokim rynku. Mowa jest tutaj o gwałtownych załamaniach rynków finansowych, którym towarzyszy paniczna ucieczka od ryzykowanych aktywów. Doskonałym przykładem jest tutaj lato 2008 r., kiedy to indeksy głównych światowych giełd zaczęły gwałtownie spadać. W takim otoczeniu zewnętrznym, jak wskazują statystyki, reakcja rynku (inwestorów) na dane fundamentalne schodzi na drugi plan. Zjawisko „owczego pędu” napędza spiralę strachu, powodując spadki cen akcji pomimo dobrych wyników finansowych spółek.

Główne mierniki płynności to⁵²:

1. **Wartość (wolumen) obrotu** – jest to podstawowa i najpopularniejsza miara płynności instrumentu finansowego. Obrót to efekt popytu i podaży znajdujący swoje odbicie w wykonywaniu umów pomiędzy stronami w postaci transakcji polegających na przepływie kapitału pomiędzy nimi. Obrót w ujęciu wartościowym obliczany jest jako iloczyn kursu i liczby sprzedanych i kupionych instrumentów (liczony podwójnie), zaś w ujęciu ilościowym stanowi liczbę sprzedanych instrumentów (liczony pojedynczo). W przypadku, gdy obrót danym instrumentem jest wyższy niż innym, możemy powiedzieć, że płynność tego instrumentu jest wyższa.
2. **Liczba transakcji** – jest to wskaźnik aktywności inwestorów w wykonywaniu operacji kupna i sprzedaży danym instrumentem finansowym. Liczba transakcji to liczba umów kupna i sprzedaży danego instrumentu finansowego dokonanych w badanym okresie (liczona pojedynczo). W przypadku, gdy wartość obrotu dwoma instrumentami jest taka sama, zaś istnieje różnica w liczbie transakcji, możemy powiedzieć, że silniejszym instrumentem jest ten, za pomocą którego zawarto więcej transakcji.

⁵² <https://www.gpw.pl>, dostęp: 23.10.2017; <https://www.fxmag.pl/artykul/jak-plynosc-obrotu-moze-wplynac-na-twoje-inwestycje> dostęp: 23.10.2017.

3. **Efektywność popytu (podaży)** – wskaźnik ten bazuje na popycie (wartości składanych zleceń kupna danego instrumentu finansowego) bądź podaży (wartości składanych zleceń sprzedaży danego instrumentu finansowego). Efektywność popytu (podaży) to iloraz połowy wartości obrotów i popytu (podaży) w badanym okresie. Wskaźnik wyrażany jest w procentach, maksymalnie jego wartość może wynieść 100%. Płynność danego instrumentu jest tym wyższa, im wskaźnik efektywności jest bliższy 100%. Efektywność popytu wynosząca 50% oznacza, że tylko połowa zleceń kupna została zrealizowana w badanym okresie.
4. **Relacja kupna do sprzedaży** – wskaźnik relacji kupna do sprzedaży odnosi się do liczby zleceń kupna i sprzedaży składanych przez inwestorów pragnących dokonać transakcji za pomocą danego instrumentu finansowego. Wskaźnik kupna do sprzedaży to iloraz liczby zleceń kupna danego instrumentu finansowego do liczby zleceń jego sprzedaży. Jest on wyrażany w procentach. Płynność danego instrumentu jest tym wyższa, im wskaźnik jest bliższy 100%. Wskaźnik wynoszący 200% oznacza, że na każde zlecenie sprzedaży przypadają dwa zlecenia kupna, a więc liczba zleceń sprzedaży jest istotnie niższa od liczby zleceń kupna. Płynność danego instrumentu jest wyższa, kiedy liczba zleceń kupna i sprzedaży są ze sobą zbieżne.
5. **Wskaźnik akcji w wolnym obrocie** – wskaźnik ten odnosi się do informacji o strukturze akcjonariuszy danego emitenta i bazuje na informacjach udostępnianych przez tego emitenta do wiadomości publicznej. Wskaźnik akcji w wolnym obrocie to relacja liczby akcji posiadanych przez inwestorów mniejszościowych (pakiety poniżej 5% akcji) do liczby akcji zarejestrowanych ogółem. Wskaźnik akcji w wolnym obrocie jest wyrażany w procentach, maksymalnie jego wartość może wynieść 100%. Emitent, w przypadku którego wskaźnik w wolnym obrocie jest wyższy, potencjalnie może charakteryzować się wyższą płynnością niż instrument o niskim rozproszeniu akcjonariatu, z inwestorem większościowym.
6. **Wskaźnik obrotu** – jest to wskaźnik stanowiący rozwinięcie wartości obrotu. Podstawę jego wyliczania stanowi obrót oraz wartość danego instrumentu finansowego. Wskaźnik obrotu to iloraz wolumenu obrotów akcjami oraz średniej liczby akcji dostępnych dla inwestorów giełdowych w analizowanym okresie. Za liczbę akcji dostępnych uważamy liczbę akcji zarejestrowanych, wprowadzonych do obrotu bądź znajdujących się w wolnym obrocie. Wskaźnik ten jest wyrażany w procentach w ujęciu

rocznym. W przypadku instrumentu o wskaźniku obrotu wynoszącym 100% możemy powiedzieć, że w badanym okresie dokonano obrotu wszystkimi akcjami tego instrumentu

7. **Spread** – jest to wskaźnik oceny głębokości arkusza dla danego instrumentu finansowego. Bazuje na informacjach dotyczących zleceń na dany instrument finansowy. Spread to różnica pomiędzy kursem instrumentu w najlepszej ofercie sprzedaży i najlepszej ofercie kupna po zawarciu danej transakcji. Wskaźnik ten jest wyrażany w punktach bazowych: 100 punktów bazowych = 1%. W przypadku instrumentu o niskiej wartości spread wykonanie transakcji jest prostsze, tańsze i szybsze, a tym samym płynność instrumentu jest wyższa.

Zmiany w sektorze, w którym działa spółka, mogą mieć podobny wpływ na cenę jej akcji, jak informacje z szerokiego rynku. Generalnie zatem, tak jak szeroki rynek może rosnąć lub spadać, tak samo pojedyncze sektory rynku mogą zyskiwać lub tracić na wartości. Zazwyczaj trendy te są tożsame i można mówić o występującej pomiędzy nimi korelacji. Zdarzają się jednak sytuacje, kiedy te zależności nie zachodzą. Hossa i bessa na rynku poszczególnych sektorów ma taki sam wpływ na ten sektor, jak hossa lub bessa na szerokim rynku.

Zgodnie z poglądem wyrażanym w literaturze przedmiotu, aby można było przeprowadzić miarodajną analizę wykrywania zdarzeń i kwantyfikacji wpływu rozmaitych faktów na kurs akcji, rynek, na którym notowane są te akcje, musi być **efektywny informacyjnie**⁵³.

Na rynku kapitałowym spotykamy się jednak z odmiennym znaczeniem pojęć **rynek efektywny** i **efektywność rynku**. Co więcej, analizując dostępną literaturę przedmiotu, ewidentnie widać, że zazwyczaj mamy do czynienia z kilkoma głównymi definicjami efektywnego rynku kapitałowego. Chcąc z związku z tym odpowiednio obiektywnie podejść do badanych zagadnień, trzeba w pierwszej kolejności dookreślić główne definicje i ich wzajemne relacje.

W zakresie efektywności informacyjnej należy odwołać się do dominującej w literaturze przedmiotu definicji, zaproponowanej w 1970 r. przez Eugene F. Fama⁵⁴. Zgodnie z tą definicją „**ceny zawsze w pełni odzwierciedlają dostępną informację**”.

⁵³ H. Gurgul, *Analiza zdarzeń... op. i cit.*, s. 15.

⁵⁴ E. F. Fama, *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” 1970, Vol. 25, ss. 383–417.

Taka efektywność informacyjna rynku kapitałowego, będąca jednocześnie wyznacznikiem jego jakości, uzależniona jest od wystąpienia kilku warunków, takich jak⁵⁵:

- a) powszechny dostęp do informacji wszystkich uczestników rynku kapitałowego,
- b) brak kosztów transakcji w obrocie akcjami,
- c) zgodność uczestników rynku kapitałowego, co do wpływu treści nowej informacji na ceny walorów.

Warto w tym miejscu zaznaczyć, że żaden z obecnie funkcjonujących rynków kapitałowych nie spełnia wszystkich tych warunków. Nie są to jednak warunki konieczne, lecz co najwyżej wystarczające, aby dany rynek uznać za efektywny. Można więc powiedzieć, że stopień spełnienia tych warunków określa stopień efektywności rynku. Generalnie: w związku z tym, w praktyce, nie można mówić o pełnej efektywności rynków kapitałowych, lecz jedynie o **efektywności częściowej**. Teoria średniej (częściowej) efektywności zakłada, że ceny aktywów odzwierciedlają wszystkie informacje historyczne i bieżące. Do testowania hipotezy średniej efektywności stosuje się analizę zdarzeń – tj. metodę polegającą na próbie zmierzenia szybkości reakcji ceny akcji na istotne informacje⁵⁶.

Zgodnie zatem z poglądami wyrażanymi w literaturze przedmiotu, przyjęcie hipotezy rynku efektywnego – EMH (ang. *efficient market hypothesis*) prowadzi do konkluzji, że jeśli dane zdarzenie jest ważne, to powinno znaleźć natychmiastowe i bezpośrednie odzwierciedlenie w cenach walorów (tzn. w dniu ogłoszenia informacji o jego zajściu)⁵⁷.

Wyznacznikiem kierunku zmian cen jest natomiast hipoteza o **racjonalnym zachowaniu inwestorów**⁵⁸. Racjonalny inwestor to taki, który nie podlega emocjom, w sposób właściwy przekłada wszystkie informacje na decyzje inwestycyjne, a jego działania zmierzają do maksymalizacji zysku.

Prezentowane w literaturze przedmiotu wyniki przeprowadzonych obserwacji dość jednoznacznie wskazują, że ceny akcji zazwyczaj zmieniają się, gdy nadejdzie ważna dla rynku informacja, której treść nie została uprzednio uwzględniona w zachowaniu inwestorów (inwestorzy o niej nie wiedzieli).

⁵⁵ H. Gurgul, *Analiza...*, *op. cit.*, s. 17.

⁵⁶ J. C. Francis, R. W. Taylor, *Podstawy inwestowania*, Kraków 2001, s. 332.

⁵⁷ H. Gurgul, *Analiza...*, *op. cit.*

⁵⁸ *Ibidem*.

Istotnym wyznacznikiem takich zmian jest specyfikacja otoczenia zewnętrznego oraz dynamika i trwałość samego ruchu.

Kolejnym ważnym zagadnieniem dla badanego zjawiska jest prędkość, z jaką ceny dostosowują się do nowej informacji. Odwołując się do dominujących w literaturze poglądów, wskazać należy, że możemy tutaj mówić o kilku głównych czynnikach determinujących tę prędkość. Najczęściej spotykane to⁵⁹:

- struktura inwestorów,
- poziom obrotów danymi walorami,
- liczba transakcji zawieranych w trakcie jednej sesji giełdowej,
- pozycja emitenta na rynku (jak wskazują badania, duże spółki są zazwyczaj znacznie bardziej obserwowane przez analityków i inwestorów, co automatycznie przekłada się na szybszą reakcję rynku).

Trzymając się kanonów przyjętych w polskojęzycznej literaturze, badanie empiryczne, którego celem jest pomiar wpływu różnych zdarzeń na wartość rynkową akcji, określa się terminem **analiza zdarzeń**⁶⁰.

Zasadniczo stwierdzić można, że informacja odnosząca się bezpośrednio do sytuacji finansowej spółki, jej wyników, powinna mieć wyraźny wpływ na decyzje inwestorów i *de facto* zmiany cen akcji. Tym bardziej, jeśli np. nie była ona zgodna z publikowanym wcześniej ciągiem historycznym analogicznych danych. Z uwagi jednak na złożoność problematyki i brak możliwości jednoznacznego stwierdzenia, przedmiotowe zagadnienie wymaga szerszego badania.

⁵⁹ *Ibidem*, s. 19.

⁶⁰ *Ibidem*, s. 27.

6. RODZAJE ANALIZ – ANALIZA FUNDAMENTALNA I ANALIZA TECHNICZNA

Rynek finansowy w szerokim tego słowa znaczeniu, a zwłaszcza rynek kapitałowy, oparty jest na czynniku ludzkim i procesie inwestycyjnym. Elementem końcowym jest zawsze decyzja, a jej skutkiem zysk lub strata. Może ona dotyczyć otwarcia transakcji kupna lub sprzedaży danego waloru bądź też jej zamknięcia, kluczowe jest jednak to, co taką decyzję determinuje, co za nią stoi. Odpowiedź na to pytanie jest kluczem do sukcesu, a poszukiwanie jej tym dla rynku kapitałowego, czym poszukiwanie Świętego Graala dla chrześcijan. Teoretycy, jak też i praktycy, od zawsze starają się ją znaleźć i w tym celu tworzą różnego rodzaju analizy i prognozy.

W literaturze i praktyce dominuje pogląd, że w analizie określonego obszaru rynku kapitałowego (np. giełdy papierów wartościowych czy nawet rynku walutowego), przeprowadzanej w sposób kompletny, powinny wystąpić dwie powiązane ze sobą części, a mianowicie:

- a) analiza fundamentalna,
- b) analiza techniczna.

Dopiero umiejętne, profesjonalne połączenie tych obu elementów jest w stanie doprowadzić do wygenerowania cennych, w ujęciu analitycznym i inwestycyjnym, uwag i wniosków.

Pamiętać jednak trzeba, że zasadniczym i nadrzędnym celem wszelkich działań o charakterze analitycznym jest właściwa identyfikacja określonych procesów i zjawisk mających miejsce w przeszłości oraz tych aktualnych, w celu możliwie precyzyjnego dookreślenia tego, co będzie miało miejsce (zazwyczaj w odniesieniu do kursu lub ceny waloru) w przyszłości.

Zaznaczyć w tym miejscu należy, że (na co wskazuje przegląd literatury przedmiotu) na przestrzeni lat wykształciły się dwie szkoły: szkoła zwolenników analizy fundamentalnej oraz szkoła zwolenników analizy technicz-

nej⁶¹. W praktyce również spotyka się zwolenników jednego lub drugiego rodzaju analizy. Rzadko jednak bywa tak, że tzw. profesjonalny inwestor zdecyduje się na podjęcie wiążącej decyzji inwestycyjnej na podstawie tylko i wyłącznie analizy technicznej lub fundamentalnej.

6.1. Analiza fundamentalna

Analiza fundamentalna to jedna z podstawowych technik analizy rynku kapitałowego. Zajmuje się szacowaniem wartości danego waloru (np. akcji, obligacji, kursu danej pary walutowej) na podstawie określonych czynników, takich jak:

- polityka fiskalna i monetarna,
- ogólny klimat ekonomiczny,
- wydarzenia polityczne,
- pozycja finansowa spółki,
- sytuacja poszczególnych branż.

W przypadku najbardziej popularnego waloru, jakim jest papier wartościowy typu akcja, na analizę fundamentalną składa się⁶²:

- a) analiza makrootoczenia,
- b) analiza sektorowa,
- c) analiza sytuacyjna spółki,
- d) analiza finansowa spółki,
- e) wycena spółki.

Analiza fundamentalna ma za zadanie monitorowanie i klasyfikowanie aktywów finansowych pod względem ich jakości (atrakcyjności) inwestycyjnej (w kategoriach szacunkowej oceny ryzyk) oraz oczekiwanej stopy zwrotu, wskazanie walorów, których kursy-ceny akurat się obniżyły i znajdują się w dolnych przedziałach wartości⁶³. Analiza fundamentalna powinna udzielić odpowiedzi na pytanie, **w jakie walory inwestować**, natomiast analiza techniczna – **kiedy dokonać inwestycji**. W przeciwieństwie do analizy technicznej, analiza fundamentalna zajmuje się **badaniem przyczyn**, a nie

⁶¹ Por. J. C. Ritchie, *Analizę fundamentalną*, Warszawa 1997; J. J. Murphy, *Analizę techniczną rynków finansowych*, Warszawa 2017.

⁶² <http://bossa.pl/edukacja/AF/>, dostęp: 05.05.2017.

⁶³ Por. J. C. Ritchie, *Analizę...*, *op. cit.*, s. 31.

skutków. Przy opracowywaniu analizy fundamentalnej bierze się pod uwagę także takie czynniki, jak pesymizm lub optymizm.

Przeprowadzenie pełnej analizy fundamentalnej określonego waloru realizowane jest zazwyczaj za pośrednictwem profesjonalnych instytucji finansowych, takich jak: banki, biura maklerskie czy fundusze inwestycyjne. Wynika to z faktu, że takie opracowanie wymaga zarówno wiele czasu, jak i ponadprzeciętnej wiedzy eksperckiej m.in. na temat bieżącej sytuacji firmy, sektora branży, a nawet całej gospodarki.

Ikona inwestowania i jednocześnie zagorzałym zwolennikiem analizy fundamentalnej jest W. Buffett, który zawsze podkreśla, że najważniejsze w procesie inwestowania jest określenie rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa i zapłacenie stosownej lub korzystnej ceny. Większość swoich inwestycji opiera na wycenie przedsiębiorstwa dokonanej przy zastosowaniu metody zdyskontowanych przepływów finansowych⁶⁴. Sposób inwestowania propagowany przez W. Buffetta, i którego podstawę stanowi analiza fundamentalna, oparty jest na następujących wskazówkach⁶⁵:

1. Nie zwracaj uwagi na giełdę.
2. Nie martw się o stan gospodarki.
3. Kupuj przedsiębiorstwo, a nie akcje.

Skuteczność analizy fundamentalnej w dużej mierze zależy od tego, czy jest połączona z analizą techniczną. Jej wydzielenie i samodzielne stosowanie powoduje, że proces inwestycyjny wystawiony jest na typowe słabości (wady) analizy fundamentalnej. Jako główną wadę podaje się zazwyczaj brak możliwości uwzględnienia oraz wzajemnego powiązania ze sobą dużej liczby ryzyk głównych i pobocznych, co przy szacowaniu najbardziej prawdopodobnych przyszłych zmian cen waloru odgrywa często zasadniczą rolę. Najbardziej ignorowaną w analizie fundamentalnej grupą ryzyk są tzw. ryzyka rynkowe, czyli np. ryzyka polityczne, legislacyjne, podatkowe.

Analiza fundamentalna, obok wskazanych powyżej elementów, realizowana jest zawsze przez pryzmat przypisanych jej odpowiednich wskaźników. Wśród tych najczęściej stosowanych w praktyce wskazać należy⁶⁶:

⁶⁴ http://bossa.pl/index.jsp?layout=2&page=0&news_cat_id=822&news_id=635, dostęp: 05.05.2017.

⁶⁵ *Ibidem*.

⁶⁶ Por. A. Pieloch-Babiarz, A. Sajnog, *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i nycena przedsiębiorstwa*, Łódź 2016.

1. C/Z (cena/zysk) – jest to bardzo popularny wskaźnik oceny atrakcyjności akcji giełdowych. Oblicza się go, dzieląc aktualną cenę jednej akcji przez przypadający na jedną akcję zysk netto spółki. Wskaźnik ten odzwierciedla stosunek inwestorów do firmy, a więc jej atrakcyjność. Określa stopień opłacalności zakupu danych papierów wartościowych. Niski poziom wskaźnika może sugerować, że inwestycja jest korzystna, ponieważ firma osiąga spore zyski, przy relatywnie niskiej wycenie rynkowej. Zbyt niski jego poziom sygnalizuje, że akcje spółki są niedowartościowane i zachęca do taniego ich nabycia. Wzrost kursu akcji na giełdzie powoduje wzrost tego wskaźnika.
2. C/WK (cena/wartość księgowa) – jest to wskaźnik informujący o bieżącej wycenie przez rynek wartości majątku (aktywa bez zobowiązań) danej spółki giełdowej. Wskaźnik C/WK oblicza się, dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego, która wynika z bilansu spółki.
3. C/PG (cena akcji/przepływy gotówkowe) – wskaźnik ten określa relację ceny jednej akcji do zysku netto i amortyzacji przypadających na jedną akcję.
4. C/EBIT – jest to wskaźnik określający zysk jeszcze przed odjęciem kosztów odsetek i kosztów podatku dochodowego. Można przyjąć, że EBIT odpowiada zyskowi operacyjnemu, a więc C/EBIT to cena/zysk operacyjny.

Wartości tych wskaźników są publikowane codzienne w periodykach poświęconych zagadnieniom związanych z giełdą (prasa codzienna). Znajdują się tam także aktualne notowania poszczególnych walorów i informacje dotyczące działalności spółek, które są ich emitentami.

Wiele wskaźników nie ma optymalnej, wzorcowej wartości. Dopiero odniesienie ich do wskaźników z poprzedniego okresu lub też do wskaźników obliczonych dla innych firm z tej samej branży pozwala na obiektywną ocenę sytuacji ekonomiczno-finansowej firmy⁶⁷.

Wskaźniki analizy fundamentalnej są odzwierciedleniem wszelkich procesów zachodzących wewnątrz spółki i określają posiadane przez nią kapitały, jej płynność finansową, stopę zwrotu inwestycji, stopę zysku przypadającego na jedną akcję itd.

⁶⁷ <http://bossa.pl/edukacja/AF/wskazniki/>, dostęp: 06.05.2017.

Z praktycznego punktu widzenia warto pamiętać, że opracowywanie analizy fundamentalnej dla określonej grupy walorów (np. akcji) powinno być realizowane na podstawie takich samych wskaźników. Innymi słowy: stosowanie zróżnicowanych wskaźników dla tej samej, wcześniej wyselekcjonowanej, grupy walorów może prowadzić do błędnych wniosków.

6.2. Analiza techniczna

Zgodnie z przyjętą definicją **analiza techniczna** jest to złożony (ciągle rozbudowywany) zbiór technik analitycznych, mających na celu prognozę przyszłych, najbardziej prawdopodobnych kierunków zmian cen (kursów) walorów na podstawie określonych przebiegów cen historycznych, głównie danych zebranych w postaci wykresów cen z przeszłości. Zadaniem analizy technicznej jest **wyznaczenie konkretnych momentów cenowych**, kiedy warto jest dany walor kupić, a kiedy sprzedać. Podobnie jak w przypadku analizy fundamentalnej, prognozę wspierają liczne wskaźniki oraz narzędzia analizy statystycznej, takie jak średnia ruchoma oraz odchylenie standardowe (miara zmienności)⁶⁸.

Wskaźniki i oscylatory (mierzą tempo zmian oraz szybkość ruchów w stosunku do bieżącego poziomu cen) przypisane do analizy technicznej zostały stworzone z myślą o pomocy w identyfikowaniu pewnych stanów rynku i w ten sposób generowaniu odpowiednich sygnałów. Poniżej zaprezentowano przykładowe wskaźniki wywodzące się z jednej z platform transakcyjnych polskiego domu maklerskiego stosowane w analizie technicznej.

Przykładowa lista wskaźników⁶⁹:

- Accumulation/Distribution – wskaźnik akumulacji/dystrybucji,
- Accumulation Swing Index – skumulowany indeks wahań,
- Average True Range (ATR) – średnia rzeczywistego zasięgu,
- Bollinger Bands – wstęga Bollingera,
- Chaikin Oscillator – oscylator Chaikina,
- Commodity Channel Index (CCI) – indeks kanału towaru,
- Demand Index (DI) – indeks popytu,

⁶⁸ Por. J. J. Murphy, *Analiza...*, *op. cit.*

⁶⁹ <http://bossa.pl/edukacja/AT/wskazniki/>, dostęp: 06.05.2017.

-
- Detrended Price Oscillator (DPO) – pozbawiony trendu oscylator cenowy,
 - Directional Movement Index (DMI) – indeks ruchu kierunkowego,
 - Herrick Payoff Index (HPI) – indeks spłaty Herricka,
 - Mass Index – indeks masy,
 - Momentum,
 - Moving Average Convergence/Divergence (MACD) – zbieżność/rozbieżność średnich ruchomych,
 - Moving Average – średnia ruchoma,
 - Negative Volume Index (NVI) – indeks wolumenu negatywnego,
 - On Balance Volume (OBV) – równowaga wolumenu,
 - Pivot Point,
 - Price and Volume Trend,
 - Price Oscillator – oscylator cenowy,
 - Rate of Change (ROC) – wskaźnik zmian,
 - Relative Strength Index (RSI) – indeks siły względnej,
 - Standard Deviation – odchylenie standardowe,
 - Stochastic Fast – oscylator stochastyczny szybki,
 - Stochastic Slow – oscylator stochastyczny wolny,
 - Swing Index – indeks wahań,
 - Vertical Horizontal Filter (VHF) – filtr wertykalno-horyzontalny,
 - Volatility Chaikin's Indicator – wskaźnik zmienności Chaikina,
 - Volume Oscillator – oscylator wolumenowy,
 - Volume Rate of Change.

Wszystkie wskaźniki mają ten sam cel główny, czyli możliwie szybkie wskazanie najbardziej prawdopodobnych zmian cen (zachowanie ceny opisane za pomocą wzoru matematycznego – zbudowane na podstawie kursów i wielkości obrotu) w danej przestrzeni czasowej w przyszłości. Ze względu na zróżnicowaną budowę i przystosowanie do określonych warunków rynkowych (np. mała lub duża zmienność) jedne robią to wolniej, a inne nieco szybciej, w związku z tym nie powinno się używać wielu wskaźników do analizy trendu. W praktyce przyjęta jest niepisana zasada, aby przy posługiwaniu się analizą techniczną nie korzystać ze zbyt dużej ich liczby. Zazwy-

czaj jest tak, że tzw. inwestorzy profesjonalni korzystają z kilku ściśle wyselekcjonowanych. Przyjmuje się, że zwykle są to 2–4 wskaźniki. Zbyt duża ich liczba powoduje szum informacyjny, utrudniając tym samym precyzyjne wnioskowanie. Warto też wspomnieć, że profesjonalni inwestorzy bardzo często na podstawie długoletnich doświadczeń budują własne wskaźniki i to je właśnie wykorzystują w swojej pracy. Możliwości takie dają liczne programy i platformy inwestycyjne. Podstawą tworzenia własnego wskaźnika jest zawsze wskaźnik klasyczny, typowy.

Analiza techniczna opiera się na trzech podstawowych założeniach⁷⁰:

1. Rynek dyskontuje wszystko – cena uwzględnia wszystkie dostępne informacje dotyczące danego papieru wartościowego/waloru.
2. Ceny podlegają trendom – ceny znajdują się w określonych trendach (wzrostowym, spadkowym, horyzontalnym) i będą tym trendom podlegać, dopóki nie wystąpią wyraźne sygnały oznajmujące odwrócenie danego trendu.
3. Historia się powtarza – analiza techniczna zajmuje się badaniem przyszłości, na podstawie badania przeszłości. Przeprowadzone badania dowodzą, że określone zachowania inwestorów mają charakter powtarzalny, co jest wynikiem powtarzalnych sekwencji zmian cen-kursów walo-rów w danej przestrzeni czasowej.

Co ważne, wszystkie potrzebne do stworzenia prognozy informacje odczytuje się z wykresu historycznej zmiany cen. Istotnym elementem jest uwzględnienie określonych przestrzeni (interwałów) czasowych, czyli wykresów, dla których określoną jednostką jest dana miara czasu, np. 1 minuta – wykres generowany dla zmian w ciągu jednej minuty. Określone, powtarzalne zmiany cen zarchiwizowane na wykresach nazywane są „formacjami technicznymi”. Formacje takie, które dają się porównać do określonych kształtów lub figur geometrycznych, stanowią istotne podpowiedzi w celu dookreślenia oczekiwanego, najbardziej prawdopodobnego kierunku zmiany ceny w przyszłości.

W analizie technicznej można wyróżnić przynajmniej kilkanaście podstawowych formacji, które dają się podzielić na dwie podstawowe grupy:

- formacje wskazujące na odwrócenie trendu,
- formacje wskazujące na potwierdzenie trendu (konsolidacji i kontynuacji trendu).

⁷⁰ <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/analiza-technicznaanaliza-wykresow>, dostęp: 06.05.2017.

Identyfikacja wskazanych powyżej grup odbywać się może na podstawie różnych rodzajów wykresów. Najczęściej stosowanymi w praktyce analitycznej rodzajami są wykresy **liniowe i świecowe (świec japońskich)**. Rzadziej stosowane są wykresy słupkowe czy typu „kółko i krzyżyk”. Rodzaj wykresu jest głównym nośnikiem bardzo zróżnicowanych informacji. Z wykresów liniowych (zob. wykres 16), czyli najbardziej popularnych, da się odczytać najmniej informacji, znacznie bardziej szczegółowe są wykresy świec japońskich (zob. wykres 17).

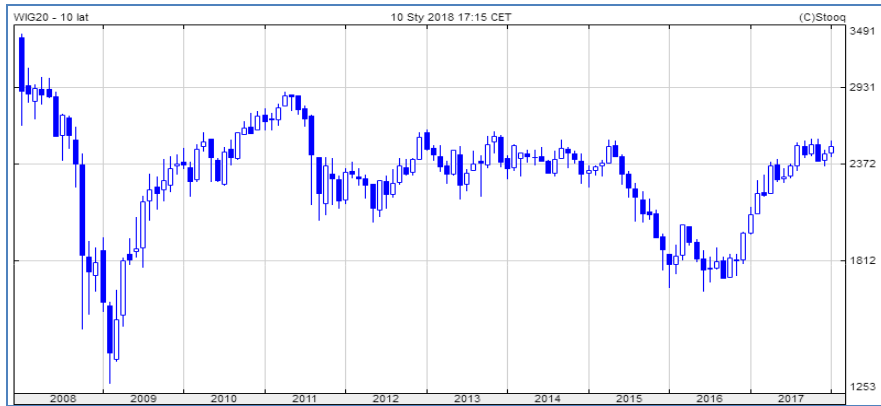
Wykres 16. Przykładowy wykres liniowy indeksu WIG20, zakres czasowy: 10 lat



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych według: <https://stoq.pl/q/?s=wig20>, dostęp: 10.01.2018.

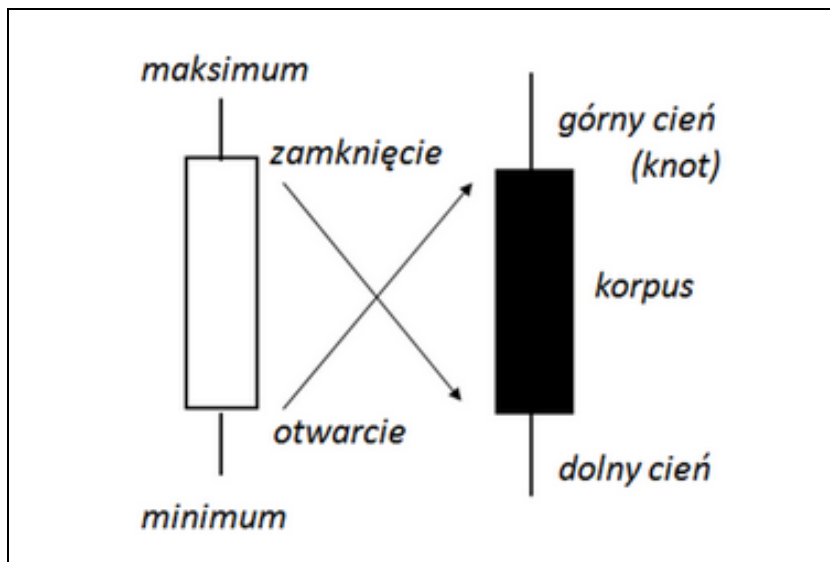
Wykresy świecowe są jedną z najstarszych i, jak dotychczas, najbardziej precyzyjnych metod analizowania zmian cen na podstawie danych historycznych. Ich korzenie sięgają XVIII w., kiedy to w Japonii funkcjonowała giełda ryżu, a jednym z instrumentów były kontrakty terminowe. Technika świec japońskich, co do zasady, wykorzystuje zależności zachodzące pomiędzy popytem i podażą z uwzględnieniem zjawiska powtarzających się działań – emocji ludzkich. Wykresy składają się ze świec (zob. rysunek 5), które podobnie jak wykresy słupkowe, ilustrują zmiany ceny (kursu) w odniesieniu do poziomu maksymalnego, minimalnego, otwarcia i zamknięcia w poszczególnych okresach (np. w danym dniu, tygodniu lub miesiącu). Popularność tego rodzaju wykresów wynika z panującego w praktyce przekonania, że wykresy świecowe są przejrzyste, łatwe do odczytania, szczególnie, jeśli chodzi o relację pomiędzy otwarciem i zamknięciem oraz identyfikację i interpretację określonych układów technicznych (formacji).

Wykres 17. Przykładowy wykres świec japońskich indeksu WIG20, zakres czasowy: 10 lat



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych według: <https://stooq.pl/q/?s=wig20&c=10y&t=c&a=lg&b=0>, dostęp: 10.01.2018.

Rysunek 5. Budowa świecy japońskiej



Źródło: <https://atskaner.pl/baza/wiece-japo-skie-1>, dostęp: 16.05.2017.

W ramach formacji, wskazujących na możliwość odwrócenia trendu, opartych na wykresach świec japońskich wskazać można te najbardziej charakterystyczne. Wśród nich wyróżnić należy formacje, takie jak⁷¹:

- młot, wisielec, odwrócony młot, spadająca gwiazda, gwiazda doji;
- objęcia, harami, krzyż harami;
- przenikanie, zasłona ciemnej chmury, zatrzymanie, spotkanie;
- gwiazda poranna, gwiazda wieczorna, gwiazda poranna doji, gwiazda wieczorna doji, porzucone dziecko;
- dwa kruki, dwa kruki powyżej luki cenowej, trzy kruki, trzy identyczne kruki, blok, narada;
- wylamania, wybicia, trzech białych żołnierzy, kanapka;
- potrójne dno rzeki, trzy gwiazdy południa, powracający gołąb, równe dno, powracająca jaskółka wzrostu, najniższy szczybel drabiny.

Z kolei wśród formacji wskazujących na możliwość kontynuacji trendu, opartych na wykresach świec japońskich, najczęściej spotykane są następujące⁷²:

- tasuki powyżej/poniżej luki cenowej, białe dwójki, trójka powyżej/poniżej luki cenowej;
- rozstania, przeczekanie, pod szyją, na szyi, wyrzucenie;
- trójki, uderzenia trójki.

Najpopularniejszymi i najbardziej jednoznacznymi formacjami cenowymi, w ramach formacji liniowych, zapowiadającymi odwrócenie trendu są⁷³:

- formacja RGR, czyli głowy i ramion/odwróconej głowy i ramion;
- formacja podwójnego szczytu (podwójnego wierzchołka)/podwójnego dna;
- formacja potrójnego szczytu/ potrójnego dna;
- formacja zaokrąglonego szczytu/ zaokrąglonego dna;
- formacja klina zwiększającego – przy kursie rosnącym/ klina zmniejszającego – przy trendzie malejącym;
- formacja litery V/ odwróconej litery V.

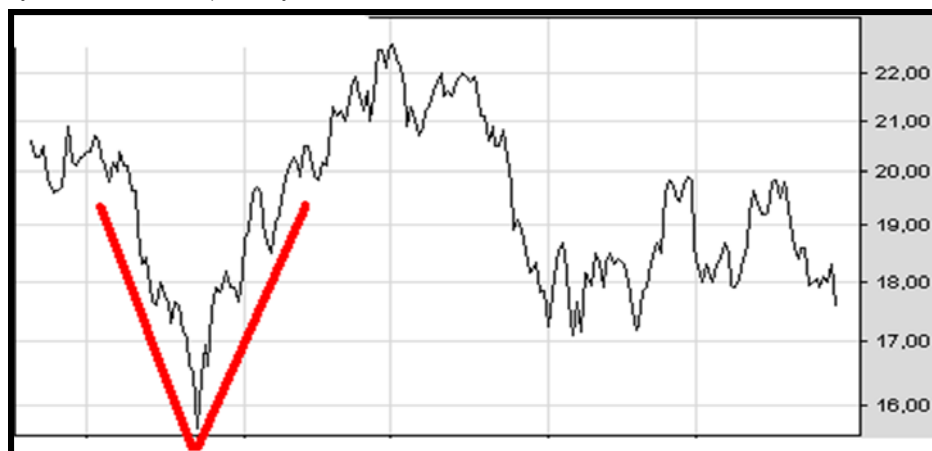
Na wykresach zamieszczonych poniżej pokazano kilka przykładowych liniowych formacji cenowych w ujęciu graficznym (zob. wykres 18, wykres 19 i wykres 20).

⁷¹ <http://bossa.pl/edukacja/AT/swieczowe/odwroccenia/>, dostęp: 16.05.2017.

⁷² <http://bossa.pl/edukacja/AT/swieczowe/kontynuacje/>, dostęp: 16.05.2017.

⁷³ <http://www.forex-nawigator.biz/formacje.php>, dostęp: 06.05.2017.

Wykres 18. Formacja litery V



Źródło: opracowanie własne na podstawie: https://www.slideshare.net/teletrade-dj_pl/analiza-techniczna-prezentacja, dostęp: 05.05.2017.

Wykres 19. Formacja RGR, czyli ramię – głowa – ramię

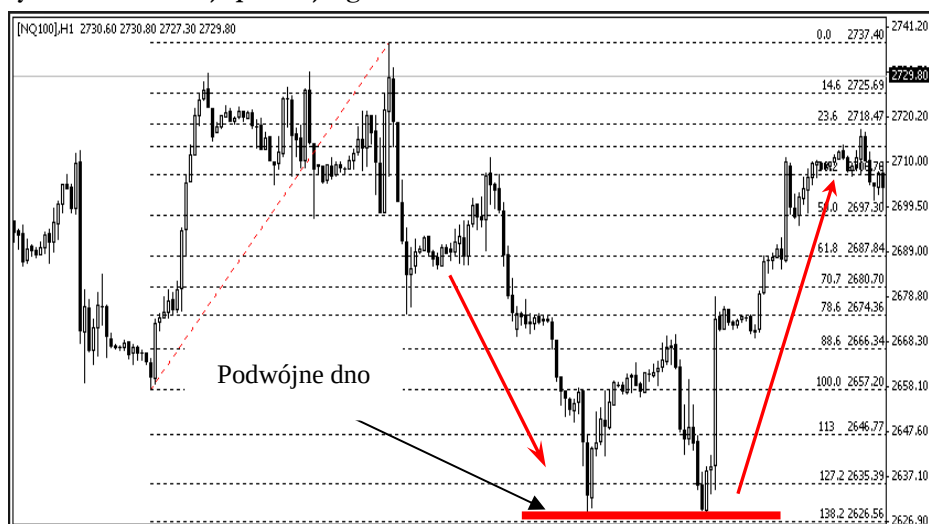


Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://analizy.investio.pl/formacja-glowy-i-ramion/>, dostęp: 05.05.2017.

Formacja litery V – polega na szybkim spadku ceny aż do osiągnięcia wartości krytycznej, a następnie wzroście do początkowego poziomu. Formacja RGR, czyli ramię – głowa – ramię, to jedna z najbardziej popularnych, i przez to chyba najbardziej sprawdzalnych, formacji technicznych. Formacja

składa się z trzech głównych szczytów wyznaczających odpowiednio: zasięg lewego ramienia (R), głowę (G) oraz zasięg prawego ramienia (R). Sygnałem cenowym sugerującym możliwość pojawienia się silniejszych spadków jest pokonanie linii szyi po wcześniejszym wykreśleniu prawego ramienia. Sama linia szyi w najlepszym przypadku jest linią poziomą, w praktyce jednak nie ma jednoznacznego, wzorcowego jej położenia. Często zdarza się, że jest nachylona ku górze, rzadziej w dół. Jest to formacja zazwyczaj zapowiadająca silne spadki kursu (ceny).

Wykres 20. Formacja podwójnego dna



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://analizy.investio.pl/seria-analiza-techniczna-podwojny-szczyt-oraz-dno/>, dostęp: 05.05.2017.

Formacja podwójnego dna to również jedna z bardziej popularnych, i przez to dobrze sprawdzających się, formacji technicznych. Polega na tym, że kurs (cena) dwukrotnie spada do bardzo zbliżonego poziomu po wcześniejszej próbie odreagowania (wzrostu). Taki dwukrotne nieudany spadek poniżej określonej bariery, po którym następuje silny wzrost, może zapowiadać zmianę kierunku ze spadkowego na wzrostowy.

Najpopularniejszymi i najbardziej jednoznacznymi liniowymi formacjami cenowymi wskazującymi na potwierdzenie trendu są⁷⁴:

⁷⁴ <https://atskaner.pl/baza/formacje-kontynuacji-trendu-tr-jk-ty-1>, dostęp: 17.05.2017.

- trójkąty,
- flagi,
- chorągiewki,
- kliny.

Z praktycznego punktu widzenia są to formacje raczej krótkoterminowe, ponieważ tworzą się znacznie krócej niż klasyczne, techniczne formacje zmiany trendu. Czas tworzenia formacji (zazwyczaj od kilku dni do miesiąca) wpływa też na współczynnik ich sprawdzalności. Nie sprawdzają się tak często, jak formacje zmiany trendu i, co do zasady, są trudniej rozpoznawalne. Są to też formacje bardzo często zapowiadające skokowe zmiany ceny i wolumenów obrotu, ponieważ w trakcie ich tworzenia się, te wolumeny bardzo często stopniowo gasną.

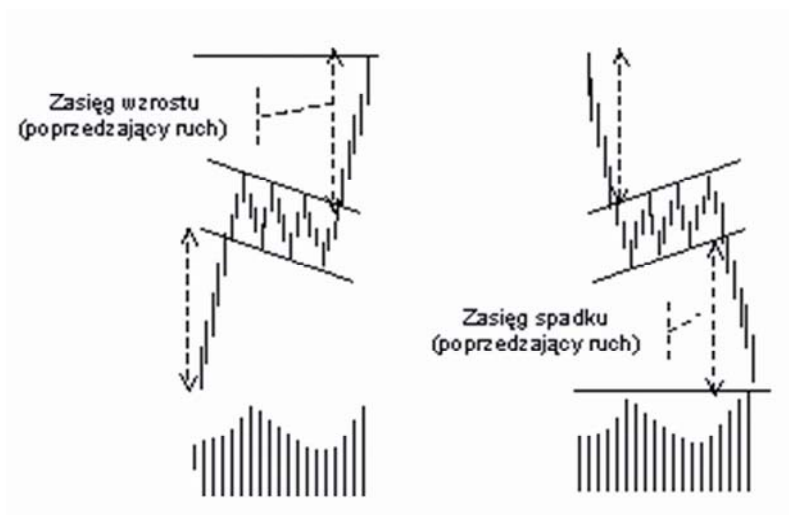
Ze względu na swoją specyfikę są to narzędzia wykorzystywane zazwyczaj przez tzw. inwestorów krótkoterminowych (spekulantów), którzy często otwierają i zamykają swoje pozycje.

W odróżnieniu od formacji zmiany trendu, są tutaj dopuszczalne spore modyfikacje (wariancje). I tak np. w ramach formacji trójkąta wyróżnia się podział na trójkąty⁷⁵:

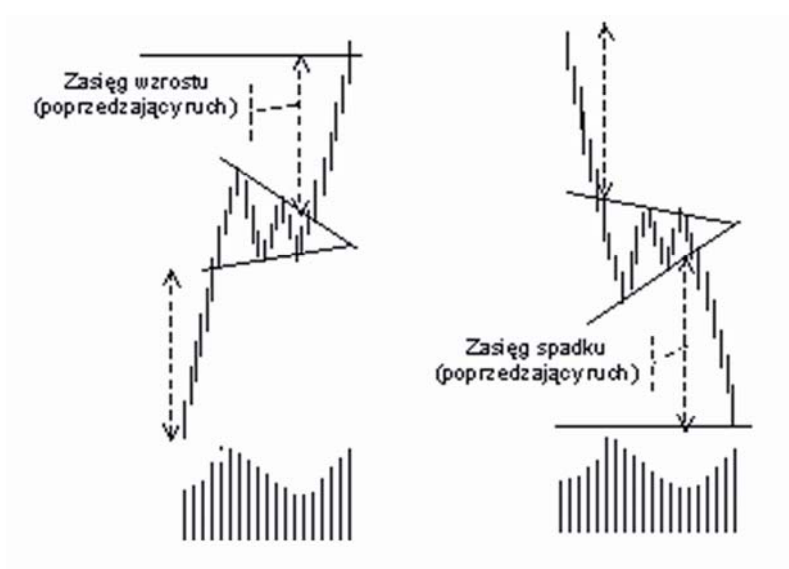
- symetryczne (równoramienne),
- prostokątne (zniżkujące i zwyżkujące),
- rozszerzające się (odwrócone),
- diamenty (dwa połączone trójkąty – odwrócony i symetryczny).
- Zamieszczone poniżej rysunki przedstawiają kilka graficznych przykładów formacji technicznych wskazujących na potwierdzenie trendu (zob. rysunek 6 i rysunek 7).

Oprócz scharakteryzowanych powyżej wskaźników oraz formacji w analizie technicznej, jako narzędzie wspomagające, bardzo często stosuje się też określone teorie oparte na badaniach empirycznych działań inwestorów i relacjach matematycznych.

⁷⁵ <https://atskaner.pl/baza/formacje-kontynuacji-trendu-tr-jk-ty-1>, dostęp: 17.05.2017.

Rysunek 6. Przykład formacji flagi wzrostowej i spadkowej

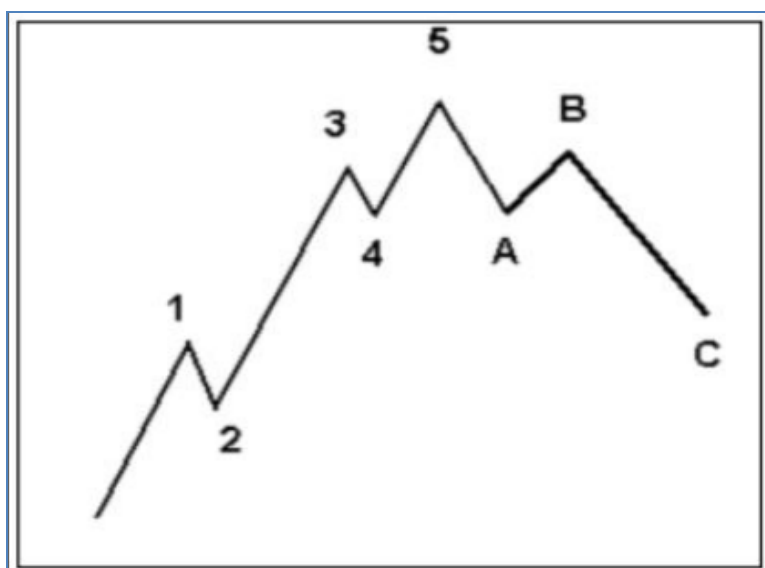
Źródło: <http://bossa.pl/edukacja/AT/liniowe/kontynuacje/>, dostęp: 16.05.2017.

Rysunek 7. Przykład formacji chorągiewki wzrostowej i spadkowej

Źródło: <http://bossa.pl/edukacja/AT/liniowe/kontynuacje/>, dostęp: 16.05.2017.

Jedną z najbardziej powszechnych jest teoria stworzona w latach 30. XX w. przez amerykańskiego inżyniera Ralpha Elliotta, który za pomocą równań matematycznych próbował uwzględnić aspekt psychologiczny w zachowaniu uczestników rynku. Teoria fal Elliotta jest przede wszystkim **analizą ruchów rynku akcji w kontekście psychologii tłumu**. Psychologia tłumu to zjawisko typowe dla zorganizowanego na dużą skalę handlu. Procesy psychologii tłumu to np. efekt lawiny, czy tzw. owczy pęd. Jeden i drugi generowany jest w oparciu o element naśladownictwa. Zgodnie z tą teorią rynek porusza się według ściśle określonej liczby szczytów i dołków. Przykładowy wzrost wymaga pięciu fal (1–5), aby osiągnąć szczyt, podczas gdy spadek wymaga zaledwie trzech fal (A–C) – (zob. rysunek 8).

Rysunek 8. Schemat fal Elliotta



Źródło: opracowanie własne.

Druga teoria, stosowana równie często i odnosząca się także do zachowań uczestników rynku postrzeganych przez pryzmat długości poszczególnych fal, to teoria poziomów lub liczb Fibonacciego. Współczynniki relacji wywodzą się z tzw. złotej proporcji, tj. liczby 1,618. Liczby Fibonacciego w inwestycjach najczęściej używane są w dwojaki sposób: jako zniesienia wyznaczające poziomy ceny w pionie oraz jako poziomy docelowe ceny w czasie (poziomie).

W literaturze przedmiotu w zakresie analizowania i prognozowania przeważa nadal model neoklasyczny. Opiera się on na następujących założeniach: ludzie (inwestorzy) są racjonalni, mają niezmiennie w czasie preferencje i maksymalizują swoje własne zyski, nie oglądając się na innych. Takie podejście wciąż jest aktualne pomimo tego, że wyniki eksperymentów z ekonomii behawioralnej zakwestionowały niemal wszystkie fundamentalne założenia, na których opiera się teoria wyboru w ekonomii neoklasycznej i które powinny być spełnione, aby ekonomia neoklasyczna mogła ludzkie wybory przewidywać⁷⁶. Innymi słowy: od przynajmniej kilku lat, a z pewnością od wielkiego załamania na rynkach finansowych w sierpniu 2008 r., jesteśmy świadkami dokonującej się rewolucji behawioralnej. Na świecie jest to już wyraźnie dostrzegane, czego najlepszym przykładem jest fakt, że w 2017 r. Nagrodę Nobla otrzymał Amerykanin Richard Thaler, właśnie za wkład w rozwój ekonomii behawioralnej. Richard Thaler w swoich badaniach i analizach uwzględnia realistyczne założenia psychologiczne dotyczące podejmowania decyzji ekonomicznych. Badając konsekwencje ograniczonej racjonalności, preferencji społecznych i braku samokontroli, wykazuje, jak te cechy ludzkie systematycznie wpływają na indywidualne decyzje, a także wyniki rynkowe.

Znacznie ekonomii behawioralnej w praktyce widoczne jest chociażby na przykładzie zjawiska tzw. „umiejętności wyczucia rynku”. W określonej grupie inwestorów, którzy posiadają podobne wykształcenie zawsze znajdują się pojedyncze osoby, których decyzje inwestycyjne są ponadprzeciętnie dobre. Doskonałym przykładem takiego inwestora w skali ogólnoswiatowej jest W. Buffett, którego majątek szacowany jest obecnie na ponad 72 mld dolarów (stan na czerwiec 2016 r.). Doskonale wyczucie rynku zdobyte w wyniku konsekwentnej, długoterminowej obserwacji zjawisk rynkowych, wierność wypracowanym zasadom oraz częste odsuwanie na bok klasycznych modeli ekonomicznych spowodowało, że W. Buffett nie przypisuje znacznie większej wartości rzeczom (kapitałowi), które może utracić, niż rzeczom, które może zyskać. Inwestując w wartość, i to w ujęciu długoterminowym, większe znaczenie przypisuje zdarzeniom, które mają zajść w odległej przyszłości, niż tym samym zdarzeniom dziejącym się dzisiaj.

⁷⁶ K. Safarzyńska, *Nobel za nieracjonalność ekonomii. Dlaczego to ważne?*, Warszawa 2017.

ZAKOŃCZENIE

Dokonując podsumowania, należy pamiętać, że treści zawarte w tej monografii z całą pewnością nie wyczerpują tematu przewodniego. W opinii autora jest to jedynie zwrócenie uwagi na kwestie kluczowe w obszarze rynku finansowego, te mianowicie, które z punktu widzenia transformacji tego zjawiska powinny być monitorowane i aktualizowane.

Mając na względzie aspekt praktyczny oraz uszczegółowienie tematu odnoszące się do polskiego rynku finansowego, należy wskazać jako główne następujące wnioski:

1. Transformacja rynku finansowego znacząco przyspieszyła po 2008 r. Jest to proces zupełnie nowy, ciągły, nieuchronny i nieodwracalny, sprzężony z konwersją całej gospodarki. Zmiany dotyczą zarówno struktury samego rynku, jak również funkcji i znaczenia głównych jego uczestników, takich jak banki centralne. Wady i zalety identyfikować można w zróżnicowany sposób, podobnie jak ryzyka wynikające z takiej transformacji. Jest to jednak proces nigdy dotąd nieprzeprowadzany, a konsekwencją tego jest fakt, że część działań i przekształceń ma charakter wadliwy i korygowane są na żywym organizmie. Pojawiają się nowe ryzyka i zagrożenia, które do tej pory miały wymiar jedynie teoretyczny (np. ryzyko ujemnych stóp procentowych). Konwersji ulegają również podstawowe składowe samego procesu inwestycyjnego, takie jak: czas, zysk i bezpieczeństwo. Okazuje się, że czas niezbędny do realizacji inwestycji mierzyć już można w milisekundach, a głównym celem wcale nie musi być zysk.
2. Konsekwencją procesu unifikacji i globalizacji jest postępujące ograniczanie roli i znaczenia rynków lokalnych, co w efekcie wymusza na nich określone działania restrukturyzacyjne. Pytaniem otwartym pozostaje to, czy w długim okresie będą w stanie sprostać globalnym zmianom?
3. Segmenty rynku finansowego mają zróżnicowany charakter, podobnie jak zróżnicowany jest wpływ, który wywierają na gospodarkę realną, bezwzględnie jednak są niezbędne. Szczególnie ważnym obszarem jest

rynek walutowy. Jego zdecentralizowana struktura, złożoność, specyfika działania oraz przypisane do niego ryzyka stanowią doskonały przykład rynku w ujęciu globalnym z uwzględnieniem czynnika lokalnego. Wieloaspektowość działań i decyzji dokonywanych w ramach tego rynku ma charakter nieograniczony. W praktyce powoduje to konieczność dookreślenia takich pojęć, jak: ryzyko inwestycyjne i spekulacyjne, rola i znaczenie instrumentów pochodnych czy też proces zarządzania ryzykiem kursu walutowego w przedsiębiorstwie.

4. Proces globalnego inwestowania coraz bardziej przenosi się w wymiar nierzeczywisty. Niektóre mechanizmy przypisane do tego rynku i zawsze na nim obecne, jak np. dźwignia finansowa czy wiarygodna informacja, zyskują nowe znaczenie. Rynek finansowy wskutek spadku zaufania do instytucji finansowych ulega przeobrażeniu. Dynamicznie rozwijają się i zyskują na popularności zjawiska do tej pory o marginalnym znaczeniu, takie jak kryptowaluty czy finansowanie społecznościowe. Nie jest wykluczone, że to, co obserwujemy to zręby nowego obszaru rynku finansowego: pozasystemowego rynku społecznościowego.

Należy też pamiętać, że nic nie jest wieczne, a zmiany, nawet w tak zróżnicowanym środowisku, jakim jest rynek finansowy, są nieuniknione.

BIBLIOGRAFIA

- Al-Kaber M., *Struktura funkcjonalna rynku kapitałowego i jego sprawność w gospodarce współczesnej (na przykładzie rynku kapitałowego w Polsce)*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2004.
- Allport G. W., Postman L., *The Psychology of Rumor*, Holt, Rinehar & Winston, New York 1947.
- Annual Economic Report for 1997*, „European Economy” 1998, No. 63, European Commission, Brussels.
- Badania własne banku Credit Agricole*, „Tygodnik Ekonomiczny”, 15–21 stycznia 2018, [online] https://static.credit-agricole.pl/asset/m/a/k/makromapa-20180115_13668.pdf, dostęp: 15.01.2018.
- Bauman Z., *Globalizacja: I co z tego dla ludzi wynika*, PIW, Warszawa 2000.
- Baumgartner E., *Jak działa giełda. Podręcznik dla inwestorów*, Polpress, Warszawa 2008.
- Begg D., *Mikroekonomia*, PWE, Warszawa 2003.
- Bennet D., *Ryzyko walutowe – instrumenty i strategie zabezpieczające*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Berent T., *Ogólna teoria dźwigni finansowej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
- BIS Triennial Central Bank 2013*, [online] <https://www.bis.org/publ/tpfx13.htm>, dostęp: 15.05.2017.
- Bocheński J. M., *Współczesne metody myślenia*, W drodze, Poznań 1992.
- Cebrowska T., Pielichaty E., *Rachunkowość finansowa i podatkowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016.
- Credit Derivative Handbook 2003*, Merrill Lynch Global Securities Research & Economics Group Global Fundamental Equity Research Department, New York 2003.

- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw – podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Czerwonka M., Gorlewski B., *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
- Dictionary of Finance Terms for Professionals*, CH Beck, Warszawa 2007.
- Domańska-Szaruga B., *Globalizacja rynków finansowych*, „Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej w Siedlcach: Administracja i Zarządzanie” 2009, nr 80.
- Dmowski A., Prokopowicz D., *Rynki finansowe*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2010.
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.
- Eilenberger G., *Währungsrisiken, Währungsmanagement und Devisenkursicherung von Unternehmen*, Frankfurt am Main 1990.
- Fama E. F., *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” 1970, Vol. 25.
- Fijałkowska D., Muszyński M., Pauka M., *Analiza i diagnoza rynku NewConnect*, [s.n.], [s.l.] 2013.
- Francis J. C., Taylor R. W., *Podstany inwestowania*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001.
- Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, wyd. 2, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Hull J., *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG-Press, Warszawa 1998.
- Jajuga K., *Instrumenty pochodne. Anatomia sukcesu. Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego*, Wydawnictwo CEDUR, Warszawa 2009.
- Jajuga K., *Wprowadzenie do inwestycji finansowych. Depozyty i instrumenty rynku pieniężnego*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.
- Jajuga K., *Wykład przedstawiony przez Profesora Krzysztofa Jajugę podczas uroczystości nadania tytułu doktora honoris causa Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. Uroczystość odbyła się w dniu 28 czerwca 2012 r.*, [online] https://www.ue.wroc.pl/p/wyklad_prof_jajuga.doc, dostęp: 10.10.2017.
- Jajuga K., Jajuga T., *Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

- Jedynak P., Teczek J., *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwach zorientowanych międzynarodowo*, Księgarnia Akademicka, Kraków 2001.
- Kachniewski M., Majewski, Wasilewski P., *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Publikacja wydana w ramach kursu e-learningowego: Giełda Papierów Wartościowych i rynek kapitałowy, realizowanego przez Fundację Edukacji Rynku Kapitałowego we współpracy z Fundacją Promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych, pod patronatem Komisji Nadzoru Finansowego oraz Giełdy Papierów Wartościowych, Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego & Fundacja Promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych, Warszawa 2008.
- Kaczmarek T., *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2005.
- Kahneman D., *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*, Wydawnictwo Media Rodzina, Warszawa 2012.
- Kaźmierczak A., *Polityka pieniężna w gospodarce otwartej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Klepacki J., *Ryzyko walutowe – wyznacznik bezpieczeństwa w wymianie handlowej*, [w:] K. Raczkowski (red. nauk.), *Bezpieczeństwo ekonomiczne obrotu gospodarczego*, wyd. 1, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2014.
- Klepacki J., *Proces marginalizacji lokalnych rynków kapitałowych na przykładzie GPW w Warszawie*, [w:] K. Raczkowski, S. Wojciechowska-Filipek (red. nauk.), *Wymiary zarządzania ryzykiem w obrocie gospodarczym*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2016.
- Klepacki J., *Determinanty ryzyka portfela kredytów hipotecznych w polskim sektorze bankowym*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2014, t. 15, z. 9, cz. 3, (red.) J. K. Solarz, Elżbieta Klamut.
- Klepacki J., *Innowacyjne techniki inwestycyjne na przykładzie ultraszybkich transakcji (High Frequency Trading HFT)*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2015, t. 16, z. 11, cz. 2, (red. nauk.) J. D. Antoszkiewicz, E. Gołębiowska.
- Klepacki J., *Bariery optymalizacji ograniczenia ryzyka zmian kursu walutowego w technikach zewnętrznych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia” 2014, nr 65 (802).
- Konopczak M., Mielus P., Wieprzowski P., *Rynkowe aspekty problemów na pozagiełdowym rynku walutowych instrumentów pochodnych w Polsce w czasie globalnego kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2011, Vol. 42, No. 2.

- Krzywda D., *Istota i klasyfikacja instrumentów finansowych*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie” 2005, nr 674.
- Kuczma K., *Strategie zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym*, „Gazeta Finansowa”, 10.09.2012, [online] <http://gf24.pl/strategie-zabezpieczenia-przed-ryzykiem-walutowym>, dostęp: 10.09.2012.
- Kudła J., *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa, 2010.
- Liberska B. (red.), *Globalizacja: Mechanizmy i wyzwania*, PWE, Warszawa 2002.
- Lubiński M., *Międzybankowy rynek pieniężny i zarażenie*, „Gospodarka Narodowa” 2013, nr 5–6.
- Markowitz. H., *Portfolio Selection*, „The Journal of Finance” 1952, Vol. 7, No. 1.
- Maliszewski J., *Zastosowanie opcji walutowych w inwestowaniu oraz zarządzaniu ryzykiem*, DMK Alpha Financial Services, 18 listopada 2011 Kolobrzeg, [online] http://www.sii.org.pl/static/img/005661/jacek_maliszewski.pdf, dostęp: 05.05.2017.
- Marcinkowska M., *Standardy kapitałowe banków. Bazylejska Nowa Umowa Kapitałowa w polskich regulacjach nadzorczych*, Regan Press, Gdańsk 2009.
- Meniów D., Ochędzan G., Wilimowska Z., *Instrumenty zabezpieczające w transakcjach walutowych*, AJG – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2003.
- Michalak A., *Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Miciuła I., *Współczesne metody i instrumenty zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie*, „Uniwersytet Szczeciński Zeszyty Naukowe. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2011, nr 28 (734).
- Miciuła I., *Zewnętrzne instrumenty finansowe stosowane w zarządzaniu ryzykiem kursowym przez przedsiębiorstwa w Polsce w latach 2007–2013*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia” 2014, nr 65 (802).
- Monkiewicz J., *Podstawy ubezpieczeń – mechanizmy i funkcje*, t. 1, Poltext, Warszawa 2000.
- Murphy J. J., *Analiza techniczna rynków finansowych*, Wydawnictwo Maklerska.pl 2017.
- Najlepszy E., *Zarządzanie finansami międzynarodowymi*, PWE, Warszawa 2002.
- Ostaszewski J., Cicirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P., *Finanse spółki akcyjnej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2009.
- Pareto V., *Manuel d'économie politique*, Giard et Briere, Paris 1909.

- Pareto V., *Manual of Political Economy*, ed. by A. S. Schwier, A. N. Page, New York 1971.
- Paździor A. (red.), *Finanse. Funkcjonowanie, instytucje i instrument rynku finansowego finanse publiczne, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych*, Politechnika Lubelska, Lublin 2014.
- Pieloch-Babiarz A., Sajnog A., *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.
- Pietrzak E., Szymański K., *Międzynarodowy rynek walutowy i finansowy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1991.
- Popović M., Błaszczuk M., *Innowacyjne rozwiązania biznesowe IV*, t. 2, *Innowacyjna gospodarka*, Studenckie Koło Naukowe Technologii Internetowych i Multimedialnych IM-Tech, Łódź 2011.
- Puzyrewicz T., *Przewodnik dla inwestorów. Obligacje na rynku Catalyst*, Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2011.
- PwC, *Świat w 2050 roku: Czy przesunięcie w układzie sił światowych gospodarek będzie się utrzymywało?*, PwC, Warszawa 2015, [online] <http://www.pwc.pl/pl/biuro-prasowe/2015/2015-02-10-swiat-w-2050.jhtml>, dostęp: 10.07.2017.
- PwC, *Rynek kapitałowy jako narzędzie finansowania rozwoju polskich regionów*, PwC, Warszawa 2015, [online] <http://www.pwc.pl/pl/publikacje/2015/rynek-kapitalowy-narzedzie-finansowania-rozwoju-regionow.jhtml>, dostęp: 15.07.2017.
- Raczkowski K., *Współczesny model tetrarchii zarządzania a bezpieczeństwo ekonomiczne obrotu gospodarczego*, [w:] K. Raczkowski (red.), *Bezpieczeństwo ekonomiczne obrotu gospodarczego. Ekonomia. Prawo. Zarządzanie*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2014.
- Rapacki R. (red.), *Ekonomia*, t. 2, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1995.
- Raport Catalyst w 2016 roku. Podsumowanie i perspektywy. Grant Thornton, Edycja V, Czerwiec 2017*, GPW, Warszawa 2017, [online] http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw, dostęp: 21.04.2017.
- Raport Narodowego Banku Polskiego*, NBP wrzesień 2013, [online] <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/obroty.html>, dostęp: 15.05.2017.
- Raport o rynku NewConnect 2015 rok. Podsumowanie funkcjonowania pierwszej alternatywnej platformy obrotu w Polsce*, GPW, Warszawa 2015, [online] https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/2015-05-25_NEWCONNECTRaport2015.PDF, dostęp: 20.04.2017.
- Reilly F. K., Brown K. C., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, t. 1, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.

- Ritchie J. C., *Analiza fundamentalna*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Soroczyński S., Stachowicz J., *Kontrakty futures i opcje*, Zakamycze, Kraków 1994.
- Safarzyńska K., *Nobel za nieracjonalność ekonomii. Dlaczego to ważne?*, Uniwersytet Warszawski, Warszawa 2017.
- Szelągowska A. (red), *Instytucje rynku finansowego w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Szysko L., Szczepański J. (red), *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2003.
- Śmid W., *Boss leksykon*, Wydawnictwo Dr Lex, Kraków 2012.
- Taylor F., *Rynki i opcje walutowe: rozwój, struktura, transakcje*, Oficyna Ekonomiczna, Warszawa 2000.
- von Retzi A., *George Soros. Najniebezpieczniejszy człowiek świata*, Biały Kruk, Kraków 2016.
- Wawak T. (red.), *Zmieniające się przedsiębiorstwa w zmieniającej się politycznie Europie*, t. 3, Wydawnictwo Informacji Ekonomicznej Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2000.
- Wilk-Kolodziejczyk D., *Pożytkowanie wiedzy w sieciach komputerowych z rozproszonych źródeł informacji*, [w:] L. Haber, *Spółeczeństwo informacyjne. Wizja czy rzeczywistość?*, AGH, Kraków 2004.
- Wybieralski P., *Transakcyjne ryzyko kursowe a cele działalności ostonowej przedsiębiorstw niefinansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia” 2014, nr 65 (802).
- Wybieralski P., *Partycypacyjna strategia zabezpieczająca przed ryzykiem kursowym na pozagięldowym rynku walutowym*, „Studia Oeconomica Posnaniensia” 2015, Vol. 3, No. 9, [online] http://soep.ue.poznan.pl/jdownloads/Wszystkie%20numery/Rok%202015/soep_9_2015_calosc.pdf, dostęp: 10.10.2017.
- Zajac J., *Polski rynek walutowy w praktyce*, Liber, Warszawa 2001.
- Żwirbła A., *Dżwignia finansowa – próba krytyki oraz syntezy poglądów*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, t. 41, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2007.

Akty prawne

- Ustawa z dn. 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, Dz. U. z 1991 r. Nr 35 poz. 155.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz. U. z 1994 r. Nr 121 poz. 591.

- Ustawa z dnia 10 kwietnia 1997 r. - Prawo energetyczne, Dz. U. z 2006 r. Nr 89 poz. 625 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. z 2005 r. Nr 184 poz. 153.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz. U. z 2017 r. poz. 1480.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. z 2005 r. Nr 183 poz. 1538.
- Ustawa z dnia 15 kwietnia 2011 r. o efektywności energetycznej, Dz. U. z 2011 r. Nr 94 poz. 551.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2011 r. o zmianie ustawy -Prawo bankowe oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. z 2011 r. Nr 165 poz. 84.
- Ustawa z dnia 10 lutego 2017 r. o zmianie Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. z 2017 r. poz. 724.
- Rozporządzenie Prezydenta RP z 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd, Dz. U. z 1924 r. Nr 114 poz. 1020.
- Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji, Dz. Urz. WE L 184 z 6.07.2001.

Netografia

- <http://admiralmarkets.blox.pl/html>, dostęp: 21.12.2017.
- <http://analizy.investio.pl/formacja-glowy-i-ramion/>, dostęp: 05.05.2017.
- <http://analizy.investio.pl/seria-analiza-techniczna-podwojny-szczyt-oraz-dno/>, dostęp: 05.05.2017.
- <https://atskaner.pl/baza/wiece-japo-skie-1>, dostęp: 16.05.2017.
- <https://atskaner.pl/baza/formacje-kontynuacji-trendu-tr-jk-ty-1>, dostęp: 17.05.2017.
- <http://biznes.onet.pl/gielda/wiadomosci/badanie-sii-profil-inwestorow-indywidualnych-w-polsce/npyzdl>, dostęp: 07.08.2017.

- http://bossa.pl/index.jsp?layout=fx_2a&page=0&news_cat_id=3065&news_id=14933&parent_selectSubMenuFx_3054=3057, dostęp: 19.05.2017.
- <http://bossa.pl/edukacja/AF/>, dostęp: 05.05.2017.
- <http://bossa.pl/edukacja/AF/wskazniki/>, dostęp: 06.05.2017.
- <http://bossa.pl/edukacja/AT/wskazniki/>, dostęp: 06.05.2017.
- <http://bossa.pl/edukacja/AT/liniowe/kontynuacje/>, dostęp: 16.05.2017.
- <http://bossa.pl/edukacja/AT/swieczowe/odwrocenia/>, dostęp: 16.05.2017.
- <http://bossa.pl/edukacja/AT/swieczowe/kontynuacje/>, dostęp: 16.05.2017.
- http://bossa.pl/edukacja/rynek/instrumenty/certyfikaty_inwestycyjne/, dostęp: 05.05.2017.
- http://bossa.pl/index.jsp?offset=120&sort=&layout=dict&page=0&news_cat_id=254,
dostęp: 31.05.2017.
- http://bossa.pl/index.jsp?layout=2&page=0&news_cat_id=822&news_id=635, dostęp:
05.05.2017.
- <https://businessinsider.com.pl/finanse/makroekonomia/oecd-prognoza-wzrostu-pkb-dla-polski/zr1zrsb>, dostęp: 20.07.2017.
- <https://businessinsider.com.pl/finanse/kryptowaluty/czym-sa-bitcoiny-i-kryptowaluty/05f5ned>,
dostęp: 20.12.2017.
- <https://ergokantor.pl/jak-dzialaja-i-czym-zajmuja-sie-agencje-ratingowe.html>, dostęp: 11.04.2017.
- <http://finansopedia.forsal.pl/encyklopedia/gielda/hasla/911257,sprzedawaj-plotki-kupuj-fakty.html>, dostęp: 11.04.2017.
- <https://gpwcatalyst.pl/o-rynku>, dostęp: 12.11.2017.
- https://mfiles.pl/pl/index.php/Gie%C5%82da_towarowa, dostęp: 30.06.2017.
- https://mfiles.pl/pl/index.php/System_kurs%C3%B3w_walutowych, dostęp: 19.05.2017.
- <https://mfiles.pl/pl/index.php/Akcje>, dostęp: 29.04.2017.
- <https://moody.com>, dostęp: 12.11.2017.
- <https://newconnect.pl/statystyki-okresowe>, dostęp: 10.11.2017.
- <https://newconnect.pl/statystyki-okresowe>, dostęp: 20.04.2017.
- <http://phavi.umcs.pl/at/attachments/2015/1211/084956-finance-pol-eng.pdf>, dostęp: 11.04.2017.

- <https://pl.investing.com/rates-bonds/switzerland-10-year-bond-yield>, dostęp: 25.04.2017.
- <https://pl.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>, dostęp: 25.04.2017.
- <https://pl.investing.com>, dostęp: 25.04.2017.
- <https://strefainwestorow.pl/artykuly/obligacje/20160728/do-klubu-ujemnych-rentownosci-nalezy-juz-17-panstw-zobacz-ktorych>, dostęp: 25.04.2017.
- <https://pl.investing.com/currencies/btc-usd-chart>, dostęp: 21.12.2012.
- http://portalwiedzy.onet.pl/17808,,,stopa_zwrotu,haslo.html, dostęp: 10.04.2017.
- <http://przeplywypieniczne.pl/warren-buffett-ignorantem-pare-slow-o-dywersyfikacji/>,
dostęp: 15.08.2017.
- <http://raportrocznygpw.pl/pl/rynek-towarowy>, dostęp: 12.11.2017.
- <http://reuters.pl/tr/quotes/quotesMain.action>, dostęp: 11.04.2017.
- <https://standardandpoors.com>, dostęp: 12.11.2017.
- https://static.credit-agricole.pl/asset/m/a/k/makromapa-20180115_13668.pdf, dostęp: 15.01.2018.
- <https://stooq.pl/q/?s=^spx&d=20180118&c=3y&t=l&a=lg&b=0&r=xauusd>, dostęp: 06.04.2017.
- <https://stooq.pl>, dostęp: 19.04.2017.
- <https://stooq.pl>, dostęp: 17.08.2017.
- <https://stooq.pl/q/?s=^spx&d=20180118&c=3y&t=l&a=lg&b=0&r=xauusd>,
dostęp: 06.04.2017.
- <https://stooq.pl/q/?s=^spx&d=20180118&c=10y&t=l&a=lg&b=0&r=^dax+wig>,
dostęp: 19.04.2017.
- <https://stooq.pl/q/?s=^spx&d=20180118&c=10y&t=l&a=lg&r=wig+^bux+^ndq>,
dostęp: 17.08.2017.
- <https://stooq.pl/q/?s=wig20&c=10y&t=c&a=lg&b=0>, dostęp: 10.01.2018.
- <https://stooq.pl/q/?s=wig20>, dostęp: 10.01.2018.
- <https://strefainwestorow.pl/artykuly/7-wykresow-z-raportu-rocznego-gpw-ktore-pokazuja-ze-kupowanie-teraz-akcji-ma-sens>, dostęp: 20.04.2017.
- <https://strefainwestorow.pl/artykuly/obligacje/20160405/najmlodsze-dziecko-gpw-rynek-catalyst>,
dostęp: 12.11.2017.

- https://tge.pl/fm/upload/Raporty-Miesieczne/2015/TGE_Folder_2015_8517.pdf, dostęp: 11.07.2017.
- <https://tradingeconomics.com/country-list/rating>, dostęp: 12.11.2017.
- <http://www.bankier.pl/wiadomosc/GPW-to-regionalny-gigant-i-europejski-karzel-7501816.html>, dostęp: 10.08.2017.
- <http://www.certuscapital.pl/slownik/SML>, dostęp: 05.04.2017.
- <https://www.edukacjagieldowa.pl/gieldowe-abc/pierwsze-kroki/institucje-rynku-kapitalowego-knf-kdpw-gpw/#institucje-rynku-kapita%C5%82owego-knf-kdpw-gpw>, dostęp: 14.10.2017.
- <https://www.experto24.pl/firma/zarzadzanie-strategiczne/czym-jest-alokacja-zasobow.html?cid=K000KN>, dostęp: 14.08.2017.
- <http://www.findict.pl/slownik/lokata>, dostęp: 12.08.2017.
- <https://www.fxmag.pl/artukul/jak-plynnosc-obrotu-moze-wplynac-na-twoje-inwestycje>, dostęp: 10.08.2017.
- <https://www.fxmag.pl/artukul/jak-plynnosc-obrotu-moze-wplynac-na-twoje-inwestycje>, dostęp: 23.10.2017.
- <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/h/high-frequency-trading>, dostęp: 22.07.2017.
- <http://www.nasdaq.com/>, dostęp: 18.04.2017.
- <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/h/high-frequency-trading>, dostęp: 28.07.2017.
- <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/rynek-finansowy>, dostęp: 30.09.2017.
- <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/rynek-finansowy>, dostęp: 02.04.2017.
- <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/rynek-walutowy>, dostęp: 03.04.2017.
- <https://www.nyse.com/index>, dostęp: 18.04.2017.
- <https://www.xtb.com/pl/edukacja/trading-academy/rynki-walutowe-wprowadzenie/co-to-jest-dzwignia-finansowa>, dostęp: 10.04.2017.
- <https://www.coursehero.com/file/p302i7c/risk-financial-risk-liquidity-risk-exchange-rate-risk-and-country-risk/>, dostęp: 06.04.2017.
- https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=6&title=Podmioty+rynku+kapita%C5%82owego, dostęp: 10.07.2017.
- <http://www.toplokatybankowe.pl/bezpieczenstwo-lokat/>, dostęp: 12.08.2017.

- <http://www.sii.org.pl/8867/edukacja-i-analizy/badania-i-rankingi/ogolnopolskie-badanie-inwestorow-obi-2017.html>, dostęp: 07.08.2017.
- <http://www.sii.org.pl/8658/aktualnosci/newsroom/udzial-inwestorow-indywidualnych-w-obrotach-na-gpw-rekordowo-niski-w-2014-roku.html>, dostęp: 11.07.2017.
- <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>, dostęp: 18.04.2017.
- <https://www.moneymakers.pl/blog/najwieksze-gioldy-swiata-i-indeksy>, dostęp: 18.04.2017.
- <https://www.gpw.pl>, dostęp: 10.08.2017.
- <https://www.gpw.pl>, dostęp: 23.10.2017.
- https://www.gpw.pl/o_spolce, dostęp: 18.04.2017.
- https://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki, dostęp: 18.04.2017.
- <https://www.gpw.pl/szczegoly-sesji#session>, dostęp: 10.01.2018.
- <https://www.gpw.pl/indeksy>, dostęp: 15.01.2018.
- <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999995>, dostęp: 15.01.2018.
- <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999987>, dostęp: 15.01.2018.
- <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999375>, dostęp: 15.01.2018.
- <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999912>, odstęp: 15.01.2018.
- <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999979>, dostęp: 15.01.2018.
- <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999482>, dostęp: 15.01.2017.
- <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999433>, dostęp: 14.01.2018.
- <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999599>, dostęp: 10.01.2018.
- <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999458>, dostęp: 10.01.2018.
- <https://www.gpw.pl/indeksy#sectorbased>, dostęp: 17.04.2017.
- <https://www.gpw.pl/Indeks?isin=PL9999999474>, dostęp: 11.01.2018.
- http://www.gpwcatalyst.pl/catalyst_rynek_obligacji_gpw, dostęp: 21.04.2017.
- http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materiały_do_pobrania/Catalyst_broszura-korporacyjne.pdf,
dostęp: 21.04.2017.
- <https://www.tge.pl/pl/9/historia-tge>, dostęp: 11.07.2017.

- https://www.gpw.pl/o_spolce, dostęp: 11.07.2017.
- <https://www.tge.pl/pl/10/zakres-dzialalnosci>, dostęp: 11.07.2017.
- <https://www.lazarski.pl/pl/wydzialy-i-jednostki/instytuty/wydzial-ekonomii-i-zarzadzania/centrum-technologii-blockchain/co-powinnismy-wiedziec-o-technologii-blockchain/>, dostęp: 20.12.2017.
- <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/obroty.html>, dostęp: 15.05.2017.
- <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/kurs-walutowy>, dostęp: 19.05.2017.
- <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/obroty.html>, dostęp: 20.05.2017.
- <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/atak-spekulacyjny>, dostęp: 19.05.2017.
- <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/atak-spekulacyjny>, dostęp: 19.05.2017.
- <https://www.mql5.com/en/charts/8189920/eurpln-mn1-x-trade-brokers>, dostęp: 15.01.2018.
- <https://www.tms.pl/pozycja-walutowa>, dostęp: 19.05.2017.
- <http://www.bzwbk.pl/przedsiębiorstwa-i-korporacje/produkty-skarbu/zarządzanie-ryzykiem-walutowym/strategie-opcyjne/korytarz-eksporter/strategia-korytarz-dla-eksportera.html>, dostęp: 20.12.2016.
- <https://www.tms.pl/>, dostęp: 29.05.2017.
- <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/spread>, dostęp: 19.05.2017.
- <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/dewaluacja>, dostęp: 29.05.2017.
- <https://www.skarbiec.pl/slownik-inwestycyjny/carry-trade>, dostęp: 31.05.2017.
- <https://www.poradnik-forex.com/s%C5%82ownik-forex/>, dostęp: 16.08.2017.
- <https://www.poradnik-forex.com/2013/12/07/margin-call/>, dostęp: 16.08.2017.
- <http://www.sgk.gofin.pl/11,2520,133882,definicja-instrumentu-finansowego.html>, dostęp: 21.04.2017.
- <https://www.gpw.pl/pda>, dostęp: 04.05.2017.
- https://www.gpw.pl/prawa_poboru_instrumenty, dostęp: 05.05.2017.
- <https://www.gpw.pl/warranty>, dostęp: 05.05.2017.
- <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/forward>, dostęp: 05.05.2017.
- <https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/opcja>, dostęp: 05.05.2017.

<https://www.dbmakler.pl/edukacja/instrumenty-gieldowe/jednostki-indeksowe.html>, dostęp: 05.05.2017.

<http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/obroty.html>, dostęp: 15.11.2017.

<https://www.gpw.pl/podstawowe-statystyki-gpw/>, dostęp: 15.11.2017.

<https://www.nbp.pl/systemfinansowy/polska2016.pdf/>, dostęp: 15.11.2017.

<https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics>, dostęp: 30.09.2017.

<https://www.viem.pl/pl/twoje-finanse/10-najwiekszych-gield-na-swiecie>, dostęp: 30.09.2017.

<http://www.ndm.com.pl/istota-instrumentow-finansowych-oraz-ryzyko-zwiazane-z-inwestowaniem/>, dostęp: 29.05.2017.

https://www.nbportal.pl/wiedza/artykuly/pieniadz/bank_centralny_wiele_funkcji_wiele_instrumentow, dostęp: 11.04.2017.

<https://www.fitchratings.com>, dostęp: 12.11.2017.

https://www.gpw.pl/Obowiazki_informacyjne, dostęp: 12.04.2017.

<http://www.pap.pl/o-agencji/>, dostęp: 11.04.2017.

<https://www.gpw.pl>, dostęp: 23.05.2017.

<https://www.gpw.pl>, dostęp: 10.08.2017.

https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/opis_indeksow/WIG20/freefloat.pdf, dostęp: 23.05.2017.

<https://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/analiza-technicznaanaliza-wykresow>, dostęp: 06.05.2017.

<http://www.forex-nawigator.biz/formacje.php>, dostęp: 06.05.2017.

https://www.slideshare.net/teletrade-dj_pl/analiza-techniczna-prezentacja, dostęp: 05.05.2017.

www.convoyinvestments.com, dostęp: 21.12.2017.

Spis: tabel, rysunków, wykresów i schematów

Tabela 1. Zestawienie państw emitujących obligacje skarbowe z ujemnym oprocentowaniem.....	25
Tabela 2. Specyfikacja GPW (stan na 13 kwietnia 2017 r.)	50
Tabela 3. Główne statystyki GPW (stan na 13 kwietnia 2017 r.)	51

Tabela 4. Zestawienie kursów par walutowych.....	108
Tabela 5. Wartość obrotów na kontraktach terminowych i opcjach na GPW (w mln zł) ..	128
Tabela 6. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku walutowym w kwietniu w latach 2007–2016 (w mln USD)	130
Tabela 7. Indeks ocen ratingowych wystawianych przez agencje: S&P, Fitch, Moody's	144
Rysunek 1. Proces alokacji zasobów pieniężnych.....	30
Rysunek 2. Proces dywersyfikacji w ramach alokacji zasobów pieniężnych.....	33
Rysunek 3. Kurs walutowy – elementy składowe budowy.....	109
Rysunek 4. Kwotowania kursu walutowego publikowanego przez bank.....	111
Rysunek 5. Budowa świecy japońskiej	165
Rysunek 6. Przykład formacji flagi wzrostowej i spadkowej.....	170
Rysunek 7. Przykład formacji chorągiewki wzrostowej i spadkowej	170
Rysunek 8. Schemat fal Elliotta.....	171
Wykres 1. Rentowność 10-letnich obligacji Szwajcarii	24
Wykres 2. Rentowność 10-letnich obligacji Niemiec.....	25
Wykres 3. Linia rynku papierów wartościowych – SML	28
Wykres 4. Efektywność dywersyfikacji alokacji: rynek akcji (S&P500) vs rynek złota.....	34
Wykres 5. Cykl życia inwestora indywidualnego.....	36
Wykres 6. Zestawienie zmian indeksów DAX, S&P500 oraz warszawskiego WIG-u.....	52
Wykres 7. Wskaźnik płynności (<i>velocity</i>) na koniec 2014 r. dla wybranych giełd	53
Wykres 8. Kapitalizacja giełd w Europie Środkowo-Wschodniej (region CEE) na koniec 2016 r. (mld EUR)	64
Wykres 9. Porównanie zmian indeksów NASDAQ, S&P500, BUX oraz WIG.....	65
Wykres 10. Charakterystyka struktury rynku NC w latach 2007–2014.....	69
Wykres 11. Liczba nowych emitentów na rynku obligacji GPW Catalyst w latach 2009–2016.....	73
Wykres 12. Liczba i rodzaj emitentów nieskarbowych obligacji dostępnych na rynku Catalyst w latach 2009–2015	74
Wykres 13. Kurs bitcoina (BTC) do dolara amerykańskiego (USD) w latach 2016–2017.....	83
Wykres 14. Kurs bitcoina jako bańka wszech czasów	84

Wykres 15. Zmiany kursu EUR/PLN w okresie od kwietnia 2006 do czerwca 2013 r. w interwale tygodniowym.....	89
Wykres 16. Przykładowy wykres liniowy indeksu WIG20, zakres czasowy: 10 lat.....	164
Wykres 17. Przykładowy wykres świec japońskich indeksu WIG20, zakres czasowy: 10 lat	165
Wykres 18. Formacja litery V	167
Wykres 19. Formacja RGR, czyli ramię – głowa – ramię.....	167
Wykres 20. Formacja podwójnego dna.....	168
 Schemat 1. Struktura rynku kapitałowego	13
Schemat 2. Organizacja rynku papierów wartościowych.....	42
Schemat 3. Miejsce rynku walutowego w ogólnej strukturze rynku.....	81
Schemat 4. Proces nabycia własności akcji.....	121