

Redakcja naukowa

Urszula Banaszczak-Soroka

Rynek papierów wartościowych

Investorzy, instrumenty finansowe
i metody ich wyceny



F I N A N S E



Rynek papierów wartościowych

Inwestorzy, instrumenty finansowe
i metody ich wyceny

Autorzy:

Urszula Banaszczyk-Soroka **1.1, 1.2*, 1.3, 1.4**

Mariusz Dybał **5, 6, 7**

Monika Mościbrodzka **8**

Wioletta Nowak **4, 9**

Patrycja Zawadzka **1.2*, 2, 3**

* Współautorstwo

Redakcja naukowa

Urszula Banaszczak-Soroka

Rynek papierów wartościowych

Inwestorzy, instrumenty finansowe
i metody ich wyceny



Wydawnictwo C.H.Beck
Warszawa 2016

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek
Redaktor merytoryczny: Ewdokia Cydejko
Recenzent: prof. dr hab. Waldemar Tarczyński

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS
Ilustracja na okładce: iStock/ultramarine5

Seria: Finanse

Wydanie publikacji zostało dofinansowane przez Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii
Uniwersytetu Wrocławskiego



© Wydawnictwo C.H.Beck 2016

Wydawnictwo C.H.Beck Sp. z o.o.,
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: IDENTIA Michał Majchrzak
Druk i oprawa: Totem, Inowrocław

ISBN 978-83-255-7314-0



ISBN ebook 978-83-255-7315-7

Spis treści

Wstęp	7
1. Inwestor na rynku papierów wartościowych.....	11
1.1. Pojęcie i kryteria klasyfikacji inwestorów (<i>Urszula Banaszczyk-Soroka</i>)	11
1.2. Instrumenty finansowe notowane na GPW w Warszawie (<i>Urszula Banaszczyk-Soroka, Patrycja Zawadzka</i>)	18
1.3. Informacja i ryzyko na rynku papierów wartościowych (<i>Urszula Banaszczyk-Soroka</i>).....	26
1.4. Strategie inwestycyjne i narzędzia wspomagania inwestora (<i>Urszula Banaszczyk-Soroka</i>).....	32
2. Papiery wartościowe o charakterze udziałowym (<i>Patrycja Zawadzka</i>).....	40
2.1. Akcja – pojęcie i cechy	40
2.1.1. Prawa majątkowe akcjonariuszy.....	42
2.1.2. Prawa korporacyjne akcjonariusza	45
2.1.3. Kryteria klasyfikacji akcji.....	53
2.2. Papiery wartościowe powiązane z akcją	56
2.3. Certyfikaty inwestycyjne	59
3. Papiery wartościowe o charakterze dłużnym (<i>Patrycja Zawadzka</i>)	62
3.1. Istota obligacji i kryteria jej klasyfikacji	62
3.1.1. Obligacja jako papier wartościowy	62
3.1.2. Kryteria klasyfikacji obligacji (rodzaje obligacji)	63
3.1.3. Obligacje o szczególnej konstrukcji	68
3.2. Emitenci obligacji	69
3.3. Inne instrumenty o charakterze dłużnym	75
4. Instrumenty pochodne notowane na GPW (<i>Wioletta Nowak</i>).....	81
4.1. Klasyfikacja instrumentów pochodnych	81
4.2. Instrumenty pochodne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.....	90
4.2.1. Kontrakty terminowe	90
4.2.2. Opcje.....	96
4.2.3. Warranty	98

5. Analiza fundamentalna (Mariusz Dybał)	100
5.1. Charakterystyka analizy fundamentalnej	100
5.2. Etapy analizy fundamentalnej	102
5.2.1. Analiza makroekonomiczna i sektorowa	102
5.2.2. Analiza sytuacyjna i finansowa spółki	104
5.2.3. Analiza wskaźnikowa	105
5.3. Wycena spółki i jej akcji	107
5.4. <i>Case study</i> – analiza fundamentalna Banku PKO BP SA	109
6. Analiza techniczna (Mariusz Dybał)	118
6.1. Przesłanki analizy technicznej	118
6.2. Rodzaje wykresów w analizie technicznej	119
6.3. Analiza trendu	121
6.4. Analiza formacji	123
6.5. Wskaźniki analizy technicznej	127
6.6. <i>Case study</i> – analiza techniczna Banku PKO BP SA	131
7. Analiza portfelowa (Mariusz Dybał)	132
7.1. Zysk i ryzyko w inwestycjach inwestorów	132
7.1.1. Klasyfikacja ryzyka	132
7.1.2. Miary opisujące ryzyko	135
7.2. Stopa zwrotu i ryzyko portfela inwestycyjnego	137
7.2.1. Portfel inwestycyjny według Harry’ego Markowitza	137
7.3. Model Tobina	146
7.4. Model Sharpe’a	148
7.5. Model CAPM	150
7.6. Model APT	151
7.7. Etapy zarządzania portfelem	152
7.8. <i>Case study</i> – analiza portfelowa w praktyce	154
8. Wycena obligacji (Monika Mościbrodzka)	166
8.1. <i>Case study</i> – wycena obligacji	166
8.2. Stopa zwrotu i jej własności	175
8.3. Miary ryzyka inwestowania w obligację	180
9. Wycena wybranych instrumentów pochodnych notowanych na giełdzie (Wioletta Nowak)	189
9.1. Wycena kontraktów terminowych	189
9.1.1. <i>Case study</i> – sposób wyceny kontraktów terminowych	194
9.2. Wycena opcji	198
9.2.1. <i>Case study</i> – wycena opcji (model dwumianowy)	199
9.2.2. <i>Case study</i> – wycena opcji (model ciągły)	209
Aneks	213
Bibliografia	215
Indeks	219

Wstęp

Jednym z rynków wydzielonych w strukturze rynku finansowego jest rynek kapitałowy, na którym dochodzi do przepływu kapitału średnio- i długookresowego. Do przemieszczania kapitału może dochodzić zarówno przez wykorzystanie kredytów (tu istotną rolę odgrywają banki), jak i przez emitowanie papierów wartościowych o charakterze wierzycielskim lub majątkowym, o czasie życia przekraczającym jeden rok. Częścią rynku kapitałowego jest **rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych** regulowany przez ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi¹ (dalej ustawa o obrocie) oraz ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych² (dalej ustawa o ofercie). Na tym rynku zachowania charakterystycznych dla niego instytucji: Giełdy Papierów Wartościowych (dalej GPW), Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (dalej KDPW), firm inwestycyjnych oraz ich pracowników, a także emitentów poszukujących kapitału i inwestorów stawiających ten kapitał do dyspozycji są wnikliwie uregulowane oraz poddane nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego (dalej KNF)³.

Centralnym punktem rynku papierów wartościowych jest **giełda**, która jako operator obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do obrotu, organizuje dwa rynki:

► **rynek regulowany**, definiowany jako: działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający

¹ Dz.U. z 2014 r., poz. 94 (tekst jednolity).

² Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 (tekst jednolity).

³ Zakres tego nadzoru określają dwie ustawy: ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2006 r. nr 157, poz. 1119 ze zm.) oraz ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. nr 183, poz. 1537 ze zm.).

inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania instrumentów finansowych, zorganizowany i podlegający nadzorowi KNF. Organizatorem rynku regulowanego mogą być wyłącznie licencjonowane spółki akcyjne⁴. Rynek ten działa od pierwszego notowania w dniu 16 kwietnia 1991 roku;

► **alternatywny system obrotu**, definiowany jako: organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami⁵. Rynek ten, pod nazwą **NewConnect**, giełda uruchomiła w 2007 roku.

GPW utworzyła także 30 września 2009 r. odrębny rynek dla papierów wartościowych o charakterze wierzycielskim – **Catalyst**. Jest to rynek, na którym obrót odbywa się na kilku poziomach: rynku regulowanym oraz alternatywnym organizowanym przez giełdę, a także rynku regulowanym i alternatywnym, organizowanym przez innego operatora, spółkę zależną giełdy, BondSpot. Rynek organizowany przez giełdę jest rynkiem detalicznym (jednostką transakcyjną jest jeden papier wartościowy, np. jedna obligacja), natomiast ten organizowany przez BondSpot – rynkiem hurtowym (jednostka transakcyjna ma wartość minimum 100 tys. zł).

W toku rozwoju polskiej giełdy systematycznie ulegała wzbogaceniu struktura instrumentów finansowych dostępnych dla inwestorów. Najstarszym instrumentem finansowym notowanym na giełdzie są **akcje**. Z biegiem czasu wprowadzono do obrotu obligacje, prawa do akcji, obligacje zamienne na akcje, instrumenty pochodne (kontrakty, opcje), jednostki indeksowe oraz produkty strukturyzowane.

Dla inwestora nadrzędnym celem jest osiągnięcie sukcesu finansowego z tytułu zaangażowania własnych środków finansowych na giełdzie. Stąd cały czas analitycy i inwestorzy szukają metod zminimalizowania przypadkowości i ryzyka w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. W konsekwencji wypracowano różne metody wsparcia inwestora. Podstawowe to analiza fundamentalna i analiza techniczna, które jak sądzą inwestorzy, ułatwiają obserwację zachodzących zdarzeń, ograniczają ryzyko czy pozwalają hipotetycznie określić przyszłość. Chociaż, jak wskazuje doświadczenie, nie zawsze stosowane metody

⁴ Definicja podana w art. 14 ust. 1 ustawy o obrocie. Wykaz rynków regulowanych w ramach UE publikowany jest przez Komisję Europejską w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej i zamieszczany na jej stronie internetowej.

⁵ Art. 3 pkt 2 ustawy o obrocie.

wsparcia dają oczekiwane przez inwestora efekty, to jednak ciągłe pogłębianie wiedzy chroni inwestora przed pochopnymi, przypadkowymi, emocjonalnie podejmowanymi decyzjami.

Książka została przygotowana przez pracowników Wydziału Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego. Kierujemy ją nie tylko do studentów, lecz także do szerokiego grona czytelników zainteresowanych inwestowaniem na rynku papierów wartościowych. Prezentowany temat jest bardzo obszerny. Autorzy zdecydowali, że przyjmą zasadę ogólnego – co nie znaczy pobieżnego – scharakteryzowania instrumentów notowanych na GPW oraz przedstawienia metod wspierających inwestora, a także wyjaśnienia zasad wyceny instrumentów finansowych.

Książka zbudowana jest z trzech części. Części pierwsza (rozdział pierwszy) to ogólne wprowadzenie do prezentowanych zagadnień. Znajdziemy w niej definicje i klasyfikację takich pojęć, jak inwestor, papier wartościowy oraz instrument finansowy, a dalej charakterystykę ryzyka występującego na rynku papierów wartościowych oraz wykaz metod i technik dostępnych i stosowanych jako wsparcie dla inwestora. Część druga, która obejmuje trzy rozdziały (drugi, trzeci i czwarty), prezentuje instrumenty finansowe w układzie: instrumenty o charakterze majątkowym, dalej dłużnym oraz prawa pochodne. Część trzecia (rozdział piąty, szósty, siódmy, ósmy i dziewiąty) wprowadza czytelnika w tematykę analizy technicznej, fundamentalnej, portfelowej oraz wyceny obligacji i instrumentów pochodnych notowanych na giełdzie.

Autorzy rekomendują przed przystąpieniem do lektury zapoznanie się z książką tych samych autorów: Urszula Banaszczak-Soroka (red.), *Rynki finansowe*, CH Beck, Warszawa 2014.

Autorzy dziękują prof. dr hab. Waldemarowi Tarczyńskiemu za życzliwe uwagi i cenne wskazówki zamieszczone w recenzji wydawniczej książki.

1 Inwestor na rynku papierów wartościowych

1.1. Pojęcie i kryteria klasyfikacji inwestorów

(Urszula Banaszczak-Soroka)

Na poziomie prawa europejskiego w dyrektywie z 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów¹ zdefiniowano **inwestora** jako „osobę, która powierzyła swoje środki finansowe lub instrumenty, w ramach operacji inwestycyjnych, przedsiębiorstwu inwestycyjnemu”. Natomiast w podstawowej dla rynku papierów wartościowych, obowiązującej obecnie, dyrektywie z 2004 r. MiFID² zamiast inwestora pojawia się **klient**, czyli „każda osoba fizyczna lub prawna, na której rzecz przedsiębiorstwo inwestycyjne świadczy usługi inwestycyjne i/lub dodatkowe”³.

Definicja klienta nie została zamieszczona w ustawie o obrocie, lecz w akcie niższego rzędu – w rozporządzeniu ministra finansów⁴, gdzie **klient** to „osoba fizyczna, osoba prawna lub jednostka organizacyjna nieposiadająca osobowości prawnej, która zawarła z firmą inwestycyjną lub bankiem prowadzącym działal-

¹ Art. 1 pkt 4 Dyrektywy 97/9/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów (Dz.Urz. L. 84/22 z 26.03.1997 r.).

² Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (dalej dyrektywa MiFID) (Dz.Urz. L 145 z 30.04.2004 r.).

³ Art. 4 ust 1 pkt 10 dyrektywy MiFID.

⁴ Art. 2 pkt 6 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych i banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U. z 2012 r., poz. 1078). Definicję klienta zawiera także Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 grudnia 2009 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości domów maklerskich (Dz.U. z 2009 r. nr 226, poz. 1824); w art. 1 pkt 9 zdefiniowano klienta jako osobę prawną lub osobę fizyczną, lub jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, korzystającą z usług świadczonych przez dom maklerski na podstawie umowy.

ność maklerską umowę o świadczenie usług maklerskich lub z bankiem powierniczym umowę o prowadzenie rachunku papierów wartościowych”⁵.

W polskich aktach prawnych regulujących funkcjonowanie rynku papierów wartościowych słowo „**inwestor**” pojawia się wielokrotnie, np. w definicji rynku regulowanego: „który ma zapewnić **inwestorom** powszechny i równy dostęp do informacji”⁶, w innym miejscu: „w przypadku gdy wymaga tego bezpieczeństwa obrotu na rynku regulowanym lub zagrożony **jest interes inwestorów**, GPW może wstrzymać dopuszczenie do obrotu”⁷; w kwestii manipulacji: „nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na zakończenie notowań powodujące wprowadzenie w błąd **inwestorów**”⁸, a także w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym: „celem nadzoru jest bezpieczeństwo obrotu oraz **ochrona inwestorów**”⁹. Jednak w żadnym polskim akcie prawnym nie znajdujemy definicji inwestora w kontekście rynku papierów wartościowych. Ustawodawca posługuje się, w wielu miejscach, pojęciem klienta, podobnie jak dyrektywa MiFID.

W literaturze ekonomicznej inwestor definiowany jest przez różnych autorów podobnie, ale w kontekście całego rynku finansowego, nie tylko papierów wartościowych, lecz nawet szerzej, np. „inwestor to osoba fizyczna lub prawna, która lokuje wolne środki finansowe w papierach wartościowych, depozytach bankowych lub nieruchomościach w celu uzyskania z tego tytułu korzyści w formie odsetek, udziału w zyskach lub wzrostu wartości lokaty” [Bień, 2004, s. 24] lub „inwestor angażuje swój kapitał i stara się go pomnożyć” [Sopoćko, 2010, s. 58], lub inwestor to „kapitałodawca”, tj. podmiot „dysponujący nadmiarem kapitału, chcący dokonać jego alokacji, w celu zwiększenia jego wartości” [Perez, 2010, s. 8; zob. także Dziawgo, 2004, s. 46–48].

W kontekście powyższych rozważań proponuję przyjęcie następującej definicji **inwestora na rynku papierów wartościowych**: osoba fizyczna lub prawna, która zawarła z firmą inwestycyjną umowę o świadczenie usług brokerskich (i/lub świadczenie usług zarządzania portfelem) w celu inwestowania w instrumenty finansowe dostępne na rynku papierów wartościowych, licząc na wymierne korzyści finansowe z tytułu udostępnienia własnych środków finansowych.

⁵ Patrząc na zakres przedmiotowy (zakres czynności maklerskich), klientem firmy inwestycyjnej – w cytowanych aktach prawnych – jest nie tylko klient, który w literaturze ekonomicznej oraz w odbiorze społecznym nazywany jest inwestorem, ale także emitent, z którym zawierane są umowy indywidualne dotyczące niektórych czynności zastrzeżonych (oferowanie instrumentów finansowych, subemisje) i zasadniczej części dodatkowej.

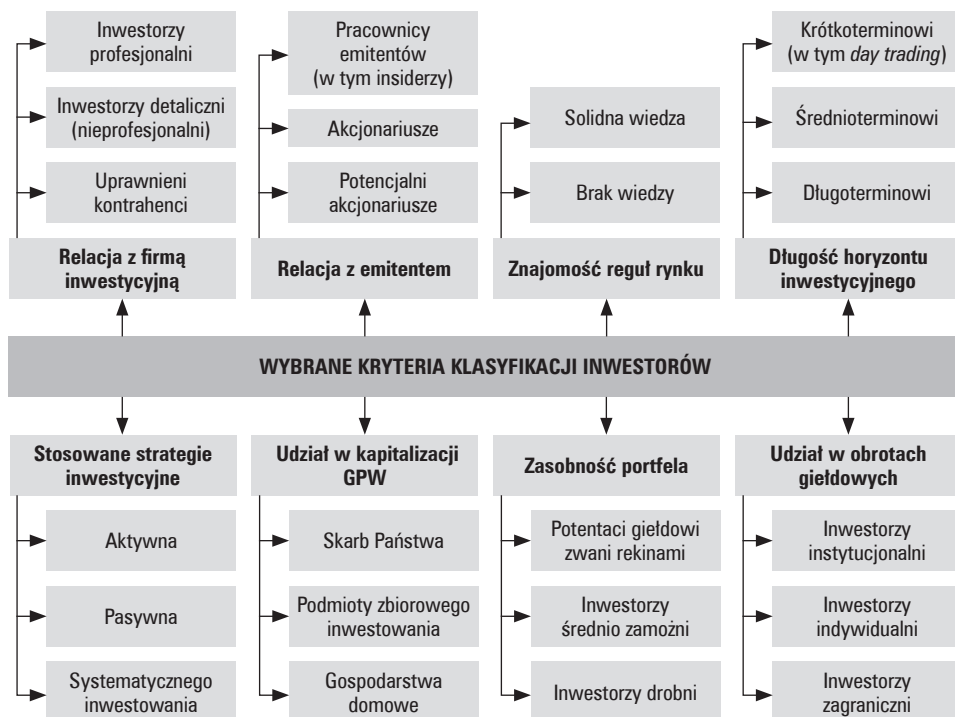
⁶ Art. 14 ustawy o obrocie.

⁷ Art. 20, tamże.

⁸ Art. 39, tamże.

⁹ Art. 4 ust. 1 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym.

Grupa inwestorów na rynku papierów wartościowych jest bardzo zróżnicowana. Przy ich klasyfikacji należy uwzględnić rozmaite kryteria, które wzajemnie się przenikają i dopełniają (rys. 1.1).



Rysunek 1.1. Wybrane kryteria klasyfikacji inwestorów giełdowych

Źródło: opracowanie własne.

Gdy się przedstawia grupy inwestorów, warto zwrócić uwagę na trzy ich charakterystyki¹⁰. Pierwsza kategoria określa **relację inwestora z firmą inwestycyjną**. We wszystkich krajach UE wprowadzono zasadę różnego (co nie oznacza gorszego czy niezasadnie uprzywilejowanego¹¹) traktowania klientów firm inwestycyjnych. W praktyce sprowadza się to do obowiązku zakwalifikowania każdego klienta do konkretnej, wyznaczonej prawem kategorii: **klient detaliczny** lub

¹⁰ Innymi kryteriami klasyfikacji inwestorów indywidualnych mogą być: wiek, płeć, miejsce zamieszkania, wykształcenie, czas inwestowania na GPW itd. Takie informacje można znaleźć w prowadzonych od wielu lat badaniach Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, zob. <http://www.sii.org.pl/>.

¹¹ Byłoby to całkowicie niezgodne z zasadą równego traktowania inwestora, której przestrzeganie jest przecież immanentną cechą rynku kapitałowego.

klient profesjonalny¹², i powiadomienia go o tym fakcie. Istotą tego obowiązku jest ochrona klienta słabszego (nieprofesjonalnego), polegająca z jednej strony na wprowadzeniu go w meandry rynku kapitałowego, z drugiej – na ocenie pod kątem zasobu wiadomości oraz akceptowanego ryzyka. Do kategorii **klientów profesjonalnych** zalicza się takich, którzy posiadają doświadczenie, wiedzę i fachowość, umożliwiające podejmowanie niezależnych i właściwych pod względem ryzyka decyzji inwestycyjnych na rynku wtórnym. Lista klientów profesjonalnych jest długa i obejmuje np. banki, firmy inwestycyjne, fundusze inwestycyjne, jednostki administracji rządowej i samorządowej, banki centralne, przedsiębiorców oraz osoby fizyczne spełniające określone kryteria¹³. Pozostałych klientów, nienależących do kategorii klienta profesjonalnego (wykazujących brak stosownej głębokiej wiedzy o rynku kapitałowym czy jego instrumentach finansowych lub niemających wprawy w ocenie ryzyka przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych) kwalifikuje się do grupy **klientów detalicznych (nieprofesjonalnych)**. Klient nieprofesjonalny, zwłaszcza drobny inwestor, traktowany jest jako najslabsze, a zarazem niezbędne ogniwo rynku papierów wartościowych. Podlega on z tego względu szczególnej ochronie, i to na każdym etapie współpracy z firmą inwestycyjną.

Narzędzia kształtowania wzajemnych relacji między domem maklerskim a klientem detalicznym – relacji, w których wzajemne poznanie powinno chronić rynek i inwestora przed zdarzeniami nieetycznymi, nieprofesjonalnymi i niezgodnymi z prawem – kryją się pod hasłami: „**Poznaj swoją firmę inwestycyjną**”, „**Poznaj swojego klienta**”. Realizacja zasady „Poznaj swoją firmę inwestycyjną” obliguje firmę inwestycyjną do szczegółowego przedstawienia potencjalnemu inwestorowi informacji dotyczących jej samej oraz usługi, która ma być świadczona na podstawie zawieranej umowy. Dopełnieniem tego materiału jest prezentacja instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w dany instrument, notowany na rynku giełdowym¹⁴. W ten sposób firma inwestycyjna zmniejsza deficyt wiedzy inwestora i ułatwia mu wybór odpowiedniego partnera – pośrednika. Natomiast zasada „Poznaj swojego klienta” po-

¹² Wymagania takie stawia w art. 19 dyrektywa MiFID II.

¹³ W przypadku osoby fizycznej musi ona spełniać dwa z trzech kryteriów: (1) wnioskującą zawierała transakcje w złotych o wartości co najmniej 50 tys. euro każda, na odpowiednim rynku, ze średnią częstotliwością co najmniej 10 transakcji na kwartał w ciągu czterech ostatnich kwartałów; (2) wartość portfela instrumentów finansowych tego podmiotu łącznie ze środkami pieniężnymi wchodzącymi w jego skład wynosi co najmniej 500 tys. euro (w złotych); (3) pracuje lub pracował w sektorze finansowym przez co najmniej rok na stanowisku wymagającym wiedzy zawodowej dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych lub usług maklerskich, które miałyby być świadczone przez firmę inwestycyjną na jego rzecz na podstawie zawieranej umowy.

¹⁴ Podstawowy zakres informacji zawartych w prezentacji firmy inwestycyjnej zawierają art. 10–11 RMF w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych (Dz.U. z 2012 r., poz. 1078 ze zm.).

zwała firmie inwestycyjnej dokonać oceny adekwatności usług do doświadczenia klienta i zaproponować te z nich, które są odpowiednie dla inwestora. Najczęściej ocena ta jest przeprowadzona na podstawie ankiety wypełnionej przez klienta. Ocena adekwatności ma ochronić klienta przed niepożądanymi zachowaniami inwestycyjnymi na rynku papierów wartościowych [Banaszczak-Soroka, 2014, s. 181–212].

Drugim istotnym kryterium podziału inwestorów jest **relacja inwestora**, niezależnie od tego, kim jest i jaki posiada portfel, **z emitentem**. Na rynku papierów wartościowych obowiązuje zasada równego i równoczesnego przekazywania informacji przez emitenta. Inaczej mówiąc, transparentność i równe traktowanie wszystkich uczestników rynku. Ta cecha wyróżnia rynki regulowane. Obowiązkiem emitenta jest przekazywanie do publicznej wiadomości określonych informacji dotyczących emitenta i jego instrumentów finansowych w sposób rzetelny, prawdziwy, kompletny i umożliwiający ocenę emitenta¹⁵. Informacje te są podstawą do ustalenia ceny godziwej notowanego instrumentu.

Istotą kategoryzacji inwestorów w relacji inwestor–emitent jest kwestia szczególnego uprzywilejowania niektórych grup osób posiadających wiedzę o istotnych zdarzeniach przed ich oficjalnym opublikowaniem. Informacje te określa się mianem informacji poufnych, a osoby mające do nich dostęp – insiderami. **Informacja poufna** to taka, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów lub na cenę powiązanych z nimi instrumentów pochodnych¹⁶. Grupa insiderów, zobligowana do zachowania informacji poufnej, jest szeroka i wskazana w ustawie o obrocie. Znajdują się tu m.in.: członkowie zarządu, rady nadzorcze, akcjonariusze, audytorzy, dziennikarze, maklerzy i inni¹⁷. Na rynku papierów wartościowych obowiązuje zakaz wykorzystywania i ujawniania informacji poufnej. Skutkiem wykorzystania lub ujawnienia informacji poufnej może być **manipulacja** kursem notowanego papieru wartościowego, co jest działaniem zakazanym i karanym. Dla bezpieczeństwa innych inwestorów na insiderów został nałożony obowiązek notyfikowania składanych zleceń do KNF i spółki, przestrzegania okresów zamkniętych (czas, w którym insider nie może składać zleceń, ponieważ informacja poufna nie została upubliczniona) [Banaszczak-Soroka, 2008, s. 175–185]. Akcjonariusze kierują często do kadry menedżerskiej tzw. programy

¹⁵ Zakres przekazywanych informacji wskazuje Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. z 2014 r., poz. 133).

¹⁶ Art. 145 ustawy o obrocie.

¹⁷ Art. 156 ustawy o obrocie.

nabywania akcji, mające na celu z jednej strony zatrzymanie najwartościowszych pracowników, a z drugiej motywowanie ich do wydajniejszej pracy. Zachowania kadry zarządzającej na rynku giełdowym, sprzedaż lub kupno akcji są bacznie obserwowane przez inwestorów.

Szczególna grupa inwestorów to pracownicy prywatyzowanych podmiotów, których właścicielem był lub jest Skarb Państwa. Na mocy ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych¹⁸ pracownicy otrzymują do 15% akcji za darmo. Ich liczba uzależniona jest głównie od stażu pracy. Otrzymują je także emeryci i renciści, o ile pracowali przynajmniej dekadę przed dniem przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego w spółkę. Obdarowani akcjami pracownicy nie mogą nimi handlować przez dwa lata, licząc od dnia, w którym minister skarbu państwa (SP) sprzedał przynajmniej jedną akcję inwestorowi strategicznemu czy w ofercie publicznej. Karencja dla kierownictwa firmy jest o rok dłuższa. Zbywanie akcji i udziałów dotyczy 1003 spółek SP (w tym także spółek, które sprywatyzowano w formie oferty publicznej). Według danych Ministerstwa Skarbu Państwa w lutym 2015 r. blisko 1,7 mln pracowników objęło 1,6 mld sztuk akcji po cenie nominalnej ponad 6 mld zł¹⁹.

Trzecie kryterium dotyczy **udziału inwestorów w obrotach giełdowych** instrumentami finansowymi dopuszczonymi do obrotu (akcjami, obligacjami, kontraktami terminowymi, opcjami). Taką charakterystykę przedstawia systematycznie GPW, prezentując udział w obrotach trzech grup inwestorów. Grupa pierwsza to inwestorzy indywidualni, których charakterystykę przedstawiono wyżej. Grupa druga obejmuje inwestorów instytucjonalnych. W jej skład wchodzi zarówno banki czy spółki akcyjne, jak i domy maklerskie, które inwestują na własny rachunek i we własnym imieniu, podmioty typu fundusze emerytalne [Oreziak, 2014], fundusze inwestycyjne [Perez, 2012] czy firmy *asset management*, określane jako podmioty zbiorowego inwestowania, oraz domy i biura maklerskie działające na giełdzie jako animatorzy rynku czy emitenta. Najmniej znaną grupą są inwestorzy zagraniczni, inwestujący często za pośrednictwem zdalnych członków giełdy.

Istotna rola na GPW przypada inwestorom indywidualnym, gdyż to oni są niezbędnym ogniwem wzmacniania płynności obrotu. Z prezentowanych da-

¹⁸ Dz.U. z 2013 r., poz. 216 (tekst jednolity).

¹⁹ Wartość rynkowa papierów jest o wiele wyższa. Przykładowo wartość nominalna pakietu dla pracowników PKO BP SA (prywatyzowanego w 2004 r.) wynosiła 105 mln zł, tymczasem wartość rynkowa w pierwszym dniu po wygaśnięciu zakazu ich zbywania sięgnęła 4,2 mld zł; <http://prywatyzacja.msp.gov.pl/pr/udostepnianie-akcji/29280,Informacja-Ministra-Skarbu-Panstwa-o-stanie-realizacji-procesu-nieodplatnego-udo.html> (dostęp: 8 lutego 2015).

nych GPW wynika, że z roku na rok udział inwestorów indywidualnych stale się zmniejsza. O ile w 2006 roku ich udział w obrotach akcjami stanowił ponad 30%, o tyle na koniec 2014 roku wynosił zaledwie 13%. Największy udział w obrotach akcjami na rynku regulowanym, na koniec 2014 roku, przypada na inwestorów zagranicznych – około 50%, co oznacza wzrost w stosunku do roku 2006 o ponad 40%. Na rynku kontraktów terminowych udział inwestorów indywidualnych przekraczał, na koniec 2006 roku, 60%, a na koniec 2014 roku obniżył się do 47%²⁰.

Biorąc pod uwagę tematykę książki, można wskazać także na trzy inne kategorie charakteryzujące inwestora: (a) długość horyzontu inwestycyjnego, (b) stosowane strategie inwestycyjne oraz (c) możliwe zachowania według kategorii finansów behawioralnych²¹.

W ramach kategorii **horyzontu inwestycyjnego** bierze się pod uwagę czas przetrzymywania w portfelu instrumentu finansowego oraz oczekiwany zysk. Należą do tej grupy inwestorzy przetrzymujący instrumenty finansowe krótkoterminowo (od jednego do kilkunastu dni). Zakładają oni, że zysk osiągnięty z inwestycji na jednej transakcji może być niewielki, np. 0,2%. Istotą ich działania jest intensywny obrót instrumentami finansowymi, np. przez stosowanie techniki *day trading* (wielokrotny obrót papierami wartościowymi w ciągu jednego dnia). Inni, licząc na wyższe zyski, przetrzymują instrumenty finansowe do jednego roku (inwestorzy średnioterminowi). Obserwują rynek w celu zbycia papieru wartościowego w jak najlepszym momencie (przy najwyższej możliwej cenie w relacji do ceny zakupu). I wreszcie ostatnia grupa – inwestorzy długoterminowi. Nie tylko oczekują znacznego zysku ze wzrostu cen akcji, ale i liczą na sowe dywidendy. Jak wskazują wyniki ankiety Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych (SII) w 2010 r., co dziesiąta osoba inwestowała na giełdzie w krótkim okresie, 36% wskazało na inwestycje kilkumiesięczne, a 24% – na inwestycje do jednego miesiąca²². Według badania z 2014 roku, co piąta osoba inwestowała na zasadzie *day trading*, do roku 40%, a długoterminowo 33% respondentów²³.

²⁰ http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/Inwestorzy_gieldowi-2H2014.pdf (dostęp: 10 marca 2014).

²¹ Szerzej zob. K. Borowski, *Typy inwestorów spotykane na rynkach finansowych*, publikacja internetowa; http://gpwmedia.pl/upload/pdf/Typy_inwestorow_Krzysztof_Borowski_pl.pdf (dostęp: 10 sierpnia 2015). Zob. także strategie i narzędzia omówione w pkt 1.4.

²² Według omawianego badania na okres inwestowania znaczący wpływ ma zasobność portfela. Im większy, tym dłuższy horyzont inwestycji. Nie można nie uwzględnić w ocenie także tego, że inwestorzy często różnicują horyzont czasowy. Zob. <file:///C:/Users/ubs/Downloads/OBI%202010.pdf>, s. 26–27 (dostęp: 15 sierpnia 2015).

²³ Zob. <http://www.sii.org.pl/7586/edukacja-i-analzy/badania-i-rankingi/ogolnopolskie-badanie-inwestorow-obi-2014.html#ak7586> s. 26 (dostęp: 15 sierpnia 2015).

1.2. Instrumenty finansowe notowane na GPW w Warszawie *(Urszula Banaszczyk-Soroka, Patrycja Zawadzka)*

Rynki finansowe charakteryzują się całą gamą instrumentów finansowych, które można podzielić na trzy grupy. Grupa pierwsza to instrumenty **transferu kapitału** (tzw. **instrumenty pierwotne** lub **instrumenty rynku kasowego**) obejmujące umowy, w których jedna strona, dysponująca nadmiarem kapitału, przekazuje go drugiej stronie, zgłaszającej popyt na kapitał. Instrumenty te stronie popytowej umożliwiają pozyskanie kapitału na krótki okres (instrumenty rynku pieniężnego) lub długi okres (instrumenty rynku kapitałowego). Dla strony podaźowej, udostępniającej kapitał, rynek pieniężny wiąże się z mniejszym ryzykiem. Nabywca instrumentu finansowego na rynku pieniężnym ma znaczną pewność, że odzyska powierzone emitentowi lub wystawcy środki finansowe oraz uzyska niewielką gratyfikację za ich użyczenie. Na rynku kapitałowym nabywca instrumentów finansowych liczy na większe pomnożenie kapitału, ale równocześnie musi się liczyć z ich częściowym, a czasami znacznym uszczerbkiem (zob. Aneks do książki, s. 212). Druga grupa to instrumenty **transferu ryzyka** (instrumenty pochodne, derywaty) obejmujące umowy, w których jedna lub obie strony przekazują ryzyko drugiej stronie. Trzecia grupa to **instrumenty hybrydowe**, które są kombinacją tylko instrumentów pierwotnych lub instrumentów pierwotnych i pochodnych.

W literaturze ekonomicznej instrument finansowy najczęściej definiowany jest jako umowa zawarta między dwiema stronami, regulująca zachodzącą między nimi zależność finansową. Natomiast definicja instrumentu finansowego (na potrzeby rynku zorganizowanego) podana jest przez wyliczenie (w art. 2 ust. 1 ustawy o obrocie) i obejmuje dwie zasadnicze kategorie: (1) **papiery wartościowe** oraz (2) **instrumenty niebędące papierami wartościowymi**²⁴. Podział ten wprowadzono, biorąc pod uwagę kwestie związane z realiami obrotu zorganizowanego. Te pierwsze mogą być przedmiotem umowy sprzedaży/kupna zawartej na giełdzie, te drugie nie.

Papier wartościowy jest rozumiany jako szczególny dokument stwierdzający istnienie określonego prawa majątkowego (np. wierzytelności) w taki sposób, że posiadanie tego dokumentu staje się niezbędną przesłanką realizacji pra-

²⁴ Definicja ta ma charakter legalny. Wykorzystywana jest w wielu ustawach innych niż dotyczących rynku papierów wartościowych – przez odesłanie do tej definicji. W niektórych ustawach funkcjonują też inne definicje instrumentu finansowego, np. w art. 3 ust. 1 pkt 23 ustawy o rachunkowości: instrument finansowy to „kontrakt, który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego u drugiej ze stron” (Dz.U. z 2013 r., poz. 330 z późn. zm., tekst jednolity).

wa (tzw. legitymacja formalna)²⁵. Do grupy papierów wartościowych, zgodnie z art. 3 pkt 1 ustawy o obrocie, ustawodawca zaliczył:

a) akcje, prawa poboru, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągniętego długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, oraz

b) inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienia do nabycia lub objęcia papierów wartościowych wymienionych w punkcie (a) lub wykonywane poprzez dokonywanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne – instrumenty pochodne²⁶ o charakterze wystandaryzowanym).

Do drugiej grupy zaliczono: **tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania** (certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych), **instrumenty rynku pieniężnego** (instrumenty finansowe opiewające wyłącznie na wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw, liczonym od dnia ich wystawienia albo nabycia w obrocie pierwotnym, nie dłuższym niż rok, np. obligacje o terminie wykupu do jednego roku, lokaty i kredyty krótkoterminowe, certyfikaty depozytowe emitowane przez banki itd.²⁷), **instrumenty pochodne** niewystandaryzowane, będące przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym, których treść jest przedmiotem negocjacji między stronami.

Pierwszym papierem wartościowym notowanym na GPW były **akcje**. Na pierwszej sesji giełdowej w dniu 16 kwietnia 1991 r. notowano akcje pięciu spółek: Tonsilu, Próchnika, Krosna, Exbudu oraz Śląskiej Fabryki Kabli. Dziewiątego września 2015 r. na GPW notowanych było, na rynku regulowanym, 477 spółek, w tym 53 zagraniczne. Kapitalizacja giełdy wynosiła blisko

²⁵ Podstawy prawne ich tworzenia i funkcjonowania znajdują się przede wszystkim w kodeksie cywilnym, który zawiera postanowienia właściwe wszystkim papierom wartościowym (art. 921¹–921¹⁴ k.c. oraz art. 921¹⁶ k.c.). [zob. Zaradkiewicz, 2012, s. 498–506; Mojak, 2013, s. 15–16].

²⁶ W art. 3 pkt 28a ustawy o obrocie podano definicję instrumentów pochodnych. Rozumie się przez nie opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy *forward* oraz inne prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentów finansowych, walut, stóp procentowych, rentowności indeksów finansowych, wskaźników finansowych, towarów, zmian klimatycznych, stawek frachtowych, poziomów emisji, stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, a także innych aktywów, praw, zobowiązań, indeksów lub wskaźników (instrumentów bazowych), jak również instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego.

²⁷ Art. 3 pkt 28 zalicza do instrumentów rynku pieniężnego: papiery wartościowe lub niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe, wyemitowane lub wystawione na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym.