

Prof. dr hab. Marian DANILUK  
Wydział Menedżerski i Nauk Technicznych  
Wyższa Szkoła Menedżerska w Warszawie

## STRATEGIE INWESTOWANIA I PORTFELE INWESTYCYJNE NA RYNKU KAPITAŁOWYM®

Investments strategies and investment portfolio on capital market®

**Słowa kluczowe:** strategie i sposoby inwestowania kapitału finansowego, oszczędności na rynku kapitałowym.

*Inwestowanie na rynku kapitałowym zawsze wiąże się z określonym ryzykiem. Istnieje wiele metod i strategii inwestowania. Racjonalnym sposobem jest stosowanie rozwiązań dywersyfikujących lokaty kapitałowe. Inwestycje portfelowe są stosowane, zarówno przez inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych. Portfele inwestycyjne mogą być zastawiane w różnych strukturach w zależności od preferencji inwestora i jego skłonności do ryzyka.*

**Key words:** strategies and ways of investing of financial capital, savings on the capital market.

*Investing on the capital market always involves some risk. There are many methods and strategies of investing. It is rational to apply methods which diversify capital investments. Portfolio investments are used, both by individual and institutional investors. Investment portfolios can be pledged in various structures depending on the investor's preference and their inclination to risk.*

### WPROWADZENIE

Rynki kapitałowe rozwijają się współcześnie niezwykle dynamicznie, znacznie szybciej niż inne części gospodarki. Obserwuje się przyspieszony proces akumulacji kapitału w skali gospodarki globalnej i zwiększony jego wpływ na rozwój ekonomiczny.

Rynki kapitałowe cechuje otwartość i wysoka zdolność do transferów kapitału. Instrumenty i mechanizmy rynków kapitałowych zapewniają wycenę kapitału oraz umożliwiają jego lokowanie w sposób efektywny. Informacje płynące z rynku kapitałowego wynikają z analiz i opinii dużej liczby inwestorów oraz wyspecjalizowanych instytucji ratingowych, śledzących bacznie wskaźniki ekonomiczne i sygnały z różnych rynków a także ich otoczenia. Z reguły rynek kapitałowy najczęściej reaguje na pojawiające się pozytywne i negatywne symptomy, mające wpływ na procesy gospodarcze, dokonując określonej ich oceny. Określa się go barometrem koniunktury gospodarczej.

Rynek kapitałowy obejmujący sferę operacji finansowych średnio- i długoterminowych jest integralną częścią działalności gospodarczej, zwłaszcza inwestycyjnej. Zapotrzebowanie na kapitał zgłaszają podmioty gospodarcze, instytucje rządowe, organy lokalne i inne podmioty oferując zamianę kapitału finansowego na papiery wartościowe. Jak na każdym rynku, także i tu napływ kapitału zależy od relacji popytu i podaży oraz opłacalności i bezpieczeństwa lokat kapitałowych. W istocie problem napływu kapitału jest bardziej złożony i zależy od wielu różnych czynników, które w dużym uproszczeniu można sprowadzić do określenia goodwill, wyrażającego w ujęciu syntetycznym reputację rynku, firmy, waluty.

Jak wykazuje długoterminowa analiza wielu rynków kapitałowych, stwarzają one podmiotom gospodarczym duże możliwości pozyskiwania kapitału na działalność inwestycyjną a jego uczestnikom, inwestorom wnoszącym kapitał finansowy, uzyskiwanie satysfakcjonujących dochodów, z reguły wyższych niż z innych rodzajów lokat.

Zmienna koniunktura na poszczególnych rynkach zmusza do poszukiwania najbardziej efektywnych inwestycji kapitałowych. Inwestorzy dysponujący zasobami kapitałowymi, kierując się chęcią uzyskania dochodu z różnic kursowych na rynku papierów wartościowych, rynku walutowym, czy też oprocentowania wkładów bankowych, mogą dokonywać stosownej do koniunktury dywersyfikacji swoich lokat pieniężnych.

Zasadniczym celem decyzji inwestycyjnej jest dążność do uzyskania satysfakcjonującego dochodu z zainwestowanego kapitału. O ile cel wydaje się w pełni oczywisty, o tyle jego osiągnięcie nie jest tak pewne z uwagi na ryzyko związane z inwestycjami na rynku kapitałowym. Uznaje się, że strategie inwestowania na tym rynku należą do najtrudniejszych spośród wszelkich decyzji gospodarczych. Stąd często mówi się o inwestowaniu na rynku kapitałowym jako o sztuce inwestowania. Przyczyny tego zjawiska tkwią w dużej różnorodności czynników, które mają wpływ na koniunkturę na rynku kapitałowym. Rynek ten bardzo szybko reaguje zarówno na zjawiska makroekonomiczne, polityczne, społeczne, jak i mikroekonomiczne, odnoszące się do określonej branży czy spółki akcyjnej oraz na różne aspekty psychologiczne, określające zachowania jego uczestników. Wysokie ryzyko inwestycji na rynku kapitałowym wynika również stąd, że ten właśnie rynek najszybciej reaguje na zmianę koniunktury, co z jednej strony

stwarza duże możliwości zyskowej lokaty kapitału, z drugiej jednak wiąże się z ewentualnością ponoszenia strat.

**Celem artykułu jest zaprezentowanie możliwości lokowania kapitału i oszczędności w papiery wartościowe oraz wykazanie ryzyka inwestycyjnego i sposobów jego ograniczenia. Omówione zostały podstawy strategii inwestowania i portfele inwestycyjne. Dywersyfikacja inwestycji w papiery wartościowe zmniejsza stopień ryzyka zapewniając większe bezpieczeństwo lokat kapitałowych.**

## PODSTAWY STRATEGII INWESTOWANIA

Współczesną gospodarkę charakteryzuje otwartość rynków i ich wysoka współzależność - nie tylko w skali jednego państwa ale również w wymiarze międzynarodowym. Koniunktura w wyniku procesów gospodarczych i oddziałujących na nią wielu czynników ekonomicznych, politycznych i innych podlega cyklicznym zmianom. Stąd w zależności od koniunktury gospodarczej oraz możliwości osiągnięcia zysku następuje bardzo szybki przepływ kapitałów, głównie najbardziej mobilnego kapitału finansowego, z jednego rynku na drugi. Podstawowym czynnikiem określającym ten przepływ, jest kształtowanie się stóp procentowych na rynku pieniężnym i stóp dochodu z kapitału na rynku kapitałowym.

Osoby fizyczne i prawne, dysponujące oszczędnościami lub zgromadzonym kapitałem, zawsze mają do wyboru możliwość alokacji na taki rynek, który odpowiada ich preferencjom. Szczególnie szeroka współzależność i konkurencyjność występuje w alokacji zasobów finansowych między rynkiem pieniężnym a kapitałowym. Obserwacja tych rynków wykazuje, że stopy procentowe kształtują się w sposób zróżnicowany, co stwarza określone możliwości wyboru efektywnej lokaty.

Na rynku pieniężnym stawki oprocentowania kształtują się głównie w zależności od inflacji oraz okresu lokaty. Najniższe oprocentowanie w stabilnych warunkach gospodarki mają z reguły rachunki bieżące i depozyty jednodniowe, najwyższe zaś - depozyty długoterminowe. Poziom stawek oprocentowania wynika ze swobodnie kształtującego się popytu na pieniądź i jego podaży oraz ustalonych administracyjnie przez bank centralny podstawowych stóp procentowych.

Poziom stóp procentowych na rynku pieniężnym wywiera istotny wpływ na rynek kapitałowy i inwestycje kapitałowe. Rynek kapitałowy jako część rynku finansowego służy do pozyskiwania środków finansowych i ich alokacji w dłuższych okresach czasu. Silna współzależność między rynkiem pieniężnym i kapitałowym występuje zwłaszcza w przypadku lokat bankowych o dłuższym horyzoncie czasowym (np. lokata bankowa na 3 lata) i inwestycji kapitałowych. Ze względu na dłuższy z reguły okres inwestycji na rynku kapitałowym oraz większe ryzyko niż na rynku pieniężnym - wyższy powinien być poziom odsetek z inwestycji kapitałowych niż od porównywalnych lokat bankowych. Przyjmuje się, że poziom stóp procentowych na rynku pieniężnym stanowi dolną granicę stóp procentowych dochodu od inwestycji na rynku kapitałowym. Jeśli stopy dochodu na rynku kapitałowym ukształtowałyby się na niskim poziomie i zrównały ze stopami oprocentowania lokat na rynku pieniężnym, to inwestorzy uznaliby rynek pieniężny za bardziej atrakcyjny. Spowodowałoby to odpływ kapitału i redukcję inwestycji kapitałowych.

Wzrost stóp procentowych na rynku kapitałowym zawsze wiąże się ze wzrostem popytu na kapitał. Występuje to wówczas gdy przedsiębiorcy zgłaszają duże zapotrzebowanie na środki inwestycyjne i są skłonni zaakceptować wyższe stawki od kapitału. Popyt na kapitał będzie utrzymywał się tak długo, aż jego oprocentowanie zrówna się z zyskami z działalności gospodarczej, prowadzonej przy wykorzystaniu pozyskanego kapitału. Poziom ten będzie zatem wyznaczał górną granicę stóp procentowych dochodu z kapitału.

W dziedzinie inwestycji kapitałowych każda decyzja związana jest z ryzykiem. Niezależnie od tego, w jakie przedsięwzięcie zaangażowane zostaną środki kapitałowe, inwestor narażony jest na mniejsze lub większe ryzyko. Z reguły istnieje zagrożenie inflacyjne, związane ze zmniejszeniem się siły nabywczej kapitału. Dochód z inwestycji powinien wówczas odpowiednio zrównoważyć spadek siły nabywczej pieniądza. W skrajnym przypadku wysokiego ryzyka może dojść nawet do bankructwa, jeśli inwestor utraci całość lub część kapitału zainwestowanego np. w papiery wartościowe spółki akcyjnej, w której doszło do upadłości i stała się niewypłacalna.

Inwestowanie na rynku kapitałowym, mimo że jest ryzykowne, stwarza duże możliwości uzyskania ponadprzeciętnego dochodu z kapitału i różnicowania skali ryzyka w zależności zarówno od wyboru rodzaju papierów wartościowych, jak i strategii inwestowania. Można inwestować w papiery wartościowe o małym lub wysokim ryzyku. Stosownie do skali ryzyka inwestowania w papiery wartościowe kształtują się dochody z zainwestowanego kapitału [6, s. 89].

Ryzyko inwestycyjne na rynku kapitałowym posiada cechy:

- a) ogólnego ryzyka rynkowego, które wynika z właściwości funkcjonowania rynku kapitałowego oraz inwestowania w papiery wartościowe i zawsze występuje w określonej skali;
- b) ryzyka związanego z podjęciem określonej decyzji inwestycyjnej, która zależna jest od decydenta, trafności oceny oraz wyboru instrumentów finansowych (np. zakupu akcji danych firm) i jest możliwa do wyeliminowania.

Pierwszy rodzaj ryzyka obejmuje wszystkie decyzje inwestycyjne i związany jest ze zmiennością koniunktury rynkowej, można go jednak kontrolować, ograniczać skutki, a także stosować odpowiednie zabezpieczenia. Ryzyko związane z daną decyzją inwestora wynika z wybranej strategii inwestycyjnej, ryzykownej bądź ostrożnej i jest ściśle związane z trafnością wyboru określonych instrumentów finansowych, portfela inwestycyjnego, właściwą oceną założeń inwestycyjnych. Jest to ryzyko zależne od decyzji inwestora, można je różnicować, dobierając według swoich preferencji portfel inwestycyjny. Ryzyko związane z wybranym portfelem inwestycyjnym wynika ze struktury zestawionych w nim instrumentów finansowych o określonym stopniu ryzyka i może być odpowiednio dywersyfikowane. Stąd wyróżnia się ryzyko segmentowe, odnoszące się do danego segmentu rynku, np. akcji spółek określonej branży, czy też ryzyko indywidualne, związane z danym papierem wartościowym. Istnieją duże możliwości kształtowania portfeli inwestycyjnych o różnym stopniu ryzyka znajdujących się w jego składzie poszczególnych rodzajów papierów wartościowych. W tym zakresie

inwestor ma znacznie większe możliwości manewru i określania skali ryzyka niż w odniesieniu do ogólnego ryzyka rynkowego. Przy każdej jednak decyzji i strategii inwestycyjnej podstawową zasadą jest ocena wszystkich rodzajów ryzyka, określenie ich skali, przyjęcie właściwych założeń i bieżąca kontrola ryzyka, mająca na celu zapewnienie satysfakcjonującego wyniku finansowego.

Alokacja kapitału finansowego w różne dobra wiąże się z jego czasowym zamrożeniem, określonym ograniczeniem płynności, co rekompensowane jest uzyskaniem dochodu. Na rynku finansowym mogą być dokonywane różne formy inwestowania – lokaty krótkoterminowe, w instrumenty finansowe rynku pieniężnego oraz w instrumenty średnio i długoterminowe rynku kapitałowego. Alokacja na dłuższe terminy wiąże się z większym ograniczeniem kapitału, a jednocześnie ze zwiększonym ryzykiem i w związku z tym wymaga wyższego wynagrodzenia. Stąd inwestorzy, którzy mają do dyspozycji różne rynki alokacji kapitałów (oszczędności) dokonują wyboru określonej strategii w zależności od swoich preferencji.

Ważnym zagadnieniem jest również ocena stanu rynku finansowego, na którym inwestor będzie lokował swoje środki kapitałowe. W tym aspekcie na rynku kapitałowym możemy wyróżnić rynki określane jako rozwinięte (dojrzałe) i rozwijające się. Na kapitałowych rynkach rozwiniętych, w krajach wysoko uprzemysłowionych, znajdują się papiery wartościowe firm globalnych a wysoka skala obrotów kapitałowych przyciąga największych inwestorów, zapewniając wysokie bezpieczeństwo operacji finansowych oraz ich kompletność.

W innej sytuacji znajdują się inwestorzy na rynkach rozwijających się, do których zalicza się rynki w Rosji, Meksyku i innych licznych krajach. Cechuje je z reguły niedobór kapitału, niestabilność kursów i indeksów giełdowych, niska płynność oraz zwiększone ryzyko inwestowania.

Podejmowanie decyzji inwestycyjnych i dokonywanie wyborów strategii musi uwzględniać nie tylko standardowe wskaźniki koniunktury na rynkach kapitałowych ale również wiele innych czynników, takich jak bezpieczeństwo, ryzyko, płynność finansowa, kompletność instytucji pośredniczących i inne.

## INWESTYCJE PORTFELOWE

Istnieje wiele metod i strategii inwestowania na rynkach kapitałowych. Pogodzenie oczekiwanej maksymalizacji stopy zysku przy minimalizacji ryzyka, z uwzględnieniem innych uwarunkowań rynkowych, nie jest zadaniem prostym. Doświadczenia w zakresie inwestycji kapitałowych dowiodły, że racjonalnym sposobem jest stosowanie rozwiązań dywersyfikujących lokaty kapitałowe. Na rynku papierów wartościowych jest to inwestowanie w określony zestaw instrumentów finansowych.

Dywersyfikacja posiadanych przez inwestora papierów wartościowych zmniejsza stopień ryzyka, zapewniając większe bezpieczeństwo operacji giełdowych i pozagiełdowych. W takim podejściu bierze górę znana zasada „nie kładź wszystkich jaj do jednego koszyka”. Stąd inwestycje portfelowe na rynku papierów wartościowych są szeroko stosowane, zarówno przez inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych oraz oferowane inwestorom przez banki i inne

instytucje finansowe nie bankowe, zwane ogólnie „funduszami inwestycyjnymi”.

Portfele inwestycyjne mogą być zestawiane bardzo różnie, od jednoskładnikowego papieru wartościowego do dowolnych pakietów wieloskładnikowych. Jednym z najprostszych portfeli papierów wartościowych może być zestaw dwuskładnikowy, na przykład jeden rodzaj obligacji i akcji określonej spółki akcyjnej.

Do podstawowych kryteriów zestawu portfela papierów wartościowych można zaliczyć:

- ▶ formułowanie strategii inwestowania na rynku papierów wartościowych, głównie w aspekcie oczekiwanego dochodu i ryzyka inwestycyjnego (strategia bezpieczna, umiarkowane bądź wysokie ryzyko);
- ▶ analiza papierów wartościowych znajdujących się na danym rynku i uporządkowanie ich w grupy, według ustalonych cech, na przykład: akcje spółek solidnych (blue chips), niestabilnych, czy spółek dużych, średnich i małych;
- ▶ określenie horyzontu czasowego inwestycji portfelowych (terminowy, krótkoterminowy);
- ▶ dokonanie wyboru zestawu portfela z różnych grup papierów wartościowych i wybór z licznych dostępnych na rynku papierów wartościowych zestawu ograniczonego według ustalonych wcześniej wyborów;
- ▶ okresowa ocena posiadanego portfela i wprowadzanie korekt, wynikających z bieżącej analizy rynku papierów wartościowych.

Wykorzystując różne metody budowania portfeli inwestycyjnych, można zaprojektować zestawy, które charakteryzować będzie równoważna efektywność. Mianem portfeli efektywnych określa się te, dla których nie istnieje portfel o tej samej oczekiwanej stopie zysku i mniejszym ryzyku lub o tym samym ryzyku i większej stopie zysku [5, s.123]. Jest to sposób budowy portfeli inwestycyjnych oparty na teorii użyteczności. Zakłada on że kapitał finansowy stanowi określoną wartość użytkową. Wartość tę można przedstawić za pomocą funkcji użyteczności. Jest to jednak rozumowanie teoretyczne i w praktyce stosowanie takiego podejścia jest utrudnione, gdyż wymaga precyzyjnego określenia funkcji użyteczności i krzywych obojętności inwestora. Problem polega również na tym, aby przyjęte założenia w fazie ich konstruowania mogły się rzeczywiście spełnić w przyszłości – czego na rynku kapitałowym nie można z góry zagwarantować.

Badania statystyczne wykazują, że na rynku papierów wartościowych inwestycje portfelowe są bardzo korzystną strategią, ale wybór zestawu portfela jest zagadnieniem złożonym, zależnym od wielu czynników i preferencji inwestora. Decyzje inwestycyjne podejmowane przez inwestorów zależą bowiem nie tylko od wyników analizy fundamentalnej czy technicznej ale również od aspektów behawioralnych, uwzględniających indywidualne zachowania inwestorów. Badania wykazują, że nie zawsze zachowują się oni racjonalnie i często działają pod wpływem różnych emocjonalnych czynników, korzystając z różnego rodzaju uproszczonych rozwiązań i zawodnych sposobów przetwarzania informacji rynkowych i innych, które niekoniecznie prowadzą do podejmowania efektywnych decyzji inwestycyjnych [10].

W systemie portfelowym ryzyko inwestycyjne zależne jest od ryzyka występującego przy poszczególnych papierach wartościowych i od ich udziału w portfelu oraz od współczynników korelacji między nimi. Miarą ryzyka przy poszczególnych papierach wartościowych jest znany w finansach współczynnik beta (współczynnik beta akcji, obligacji). W inwestycjach portfelowych określa on, w jakim stopniu zmienia się stopa zysku danych papierów wartościowych, jeśli stopa zysku średniego, wynikającego z indeksu giełdowego, wzrośnie o jeden procent.

Ogólne zasady kształtowania portfeli inwestycyjnych stanowią jedynie podstawy do zastosowań praktycznych, które muszą uwzględniać aktualną koniunkturę danego rynku kapitałowego, jego skalę i specyfikę oraz preferencje inwestora i inne czynniki.

Istnieje wiele możliwości zestawiania portfeli inwestycyjnych, które można usystematyzować w następujących podstawowych grupach:

- a) portfele inwestycyjne zrównoważone, charakteryzujące się proporcjonalnym rozłożeniem kapitału inwestycyjnego, na instrumenty finansowe o wysokim stopniu bezpieczeństwa i umiarkowanym stałym dochodzie (obligacje, bony skarbowe) oraz na instrumenty ryzykowne ale stwarzające możliwość osiągnięcia znacznie wyższych zysków (akcje). Faktycznie proporcje portfela zrównoważonego w każdym przypadku zależą od decyzji podmiotu zarządzającego kapitałem i kształtują się pod wpływem analizy koniunktury rynków. Ten rodzaj portfeli uznaje się za względnie bezpieczne;
- b) portfele inwestycyjne instrumentów finansowych rynku pieniężnego obejmujące krótkoterminowe wierzycielskie papiery wartościowe (bony skarbowe, bony komercyjne, certyfikaty depozytowe i inne). Cechuje je zapewnianie stałego dochodu z reguły wyższego niż z lokat terminowych na rachunkach bankowych, przy jednoczesnym wysokim stopniu bezpieczeństwa inwestycji. Ten rodzaj portfeli inwestycyjnych charakteryzuje ograniczone ryzyko zmian wartości papierów wartościowych, wchodzących w ich skład;
- c) portfele inwestycyjne obligacji zaliczane do strategii defensywnych, niewielkiego ryzyka. Zorientowane są na osiągnięcie umiarkowanego stałego dochodu, jednak z reguły przekraczającego oprocentowanie bankowych lokat terminowych. Portfele te mogą być budowane w różnej strukturze rodzajów emitowanych obligacji;
- d) portfele inwestycyjne akcji należące do ryzykownych charakteryzujących się możliwościami osiągnięcia wysokiego zysku, ale także poniesienia strat. W zależności od koniunktury giełdowej rynek akcji podlega znacznym wahaniom. Jak wykazują badania statystyczne w perspektywie długookresowej dochody z inwestycji w akcje kształtują się na dużo wyższym poziomie niż w przypadku innych, mniej ryzykownych inwestycji portfelowych. Istnieje wiele możliwości zestawiania portfeli inwestycyjnych akcji. Szerokie zastosowanie

w praktyce banków i Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych znajdują portfele obejmujące akcje najlepszych spółek (portfele blue chips) portfele agresywne, podwyższonego ryzyka, składające się z akcji spółek mniejszych (technologicznych), mniej znanych na rynku oraz instrumentów pochodnych a także portfele o zróżnicowanej strukturze akcji i inne.

- e) portfele inwestycyjne mieszane, charakteryzujące się większym zdywersyfikowaniem różnych rodzajów papierów wartościowych zarówno rynku pieniężnego, jak i kapitałowego. Z reguły w skład tego rodzaju portfeli wchodzi obligacje, akcje oraz krótkoterminowe papiery wartościowe. Są to portfele zdywersyfikowane, tworzone według strategii i preferencji danego podmiotu zarządzającego kapitałem.

## PODSUMOWANIE

Na współczesnych rynkach finansowych inwestowanie kapitału finansowego i oszczędności w papiery wartościowe w formie portfelowej przy wykorzystaniu funduszy inwestycyjnych jest bardzo rozpowszechnione. Istnieją różnorodne fundusze, otwarte i zamknięte, zarówno rynku krajowego jak i globalne, działające na rynkach krajowych jak i zagranicznych. Inwestowanie za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych współcześnie jest podstawową formą transferu oszczędności i wolnego kapitału finansowego do różnych podmiotów gospodarczych, w tym także wdrażających nowe technologie, stanowiąc ważne źródło, zapewniające postęp techniczny i rozwój gospodarczy.

## LITERATURA

- [1] **BERNSTEIN L. A. 1996.** Analysis of Financial Statements. New York: IRWIN.
- [2] **BUCZEK S. 2005.** Efektywność informacyjna rynków akcji. Warszawa.
- [3] **DECEY R., P. ZIELONKA. 2013.** High Volatility Eliminates the Disposition Effect in a Market Crisis, Decyzje.
- [4] **DYL M. 2001.** Fundusze inwestycyjne. Warszawa: KIK.
- [5] **JAJUGA K. 1994.** Jak inwestować w papiery wartościowe. Warszawa.
- [6] **KOMAR Z. 1994.** Sztuka inwestowania. Warszawa: Pret.
- [7] **SOPOCKO A. 1995.** Giełda. Podstawowe strategie inwestowania, Warszawa: Mediabank.
- [8] **SHARPE W. F. 1978.** Investments. New York: Prentice Hall.
- [9] **WIERZBICKI M. 1995.** Analiza portfelowa. Łódź.
- [10] **ZIELONKA D. 2017.** Giełda i psychologia. Warszawa: CEDEWU.PL