

## EKONOMIA I FINANSE

**Marian Daniluk**

### INWESTORZY I INWESTOWANIE NA RYNKU KAPITAŁOWYM

[**słowa kluczowe:** klasyfikacje inwestorów, rynek kapitałowy, strategie inwestowania]

#### **Streszczenie**

W pracy opisano różne klasyfikacje inwestorów działających na rynku kapitałowym. Ze względu na wielkość inwestowanych środków, wyróżniono inwestorów indywidualnych (małych, średnich i dużych) oraz instytucjonalnych (banki, fundusze inwestycyjne, w tym „venture capital”, fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne, przedsiębiorstwa, Skarb Państwa i inne). Biorąc pod uwagę okres inwestowania opisano zachowania inwestorów krótko, średnio i długoterminowych. Kolejne kryterium różnicujące inwestorów to źródło pochodzenia kapitału (inwestorzy krajowi, zagraniczni oraz międzynarodowe instytucje inwestorskie). Charakteryzując strategie inwestowania przedstawiono ogólne „wektory inwestowania” (wycucie rynku, selekcja papierów wartościowych, struktura portfela inwestycyjnego, filozofia kierunków inwestowania), a także typy preferencji (skłonność do ryzyka, horyzont czasowy, oczekiwania inwestora etc).

#### **1. Wprowadzenie**

W ujęciu ogólnym przez pojęcie inwestowania rozumie się działalność zapewniającą określone dobra w przyszłości, np. budowę domu, fabryki czy zakup papierów wartościowych. Inwestycja jest określeniem interdyscyplinarnym, różnie definiowanym w poszczególnych dziedzinach nauk. W terminologii ekonomicznej inwestycja jest określoną rezygnacją z bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych korzyści.

Na **rynku kapitałowym** inwestorami (investors) są osoby (fizyczne i prawne), które angażują swój kapitał w celu jego pomnożenia. Kupują oni dobra ka-

pitalowe – akcje, obligacje, udziały majątkowe – z zamiarem osiągnięcia zysku. Rynek kapitałowy jest jednym z rynków, na którym lokowane są oszczędności i zakumulowany kapitał. Inwestor w gospodarce rynkowej ma możliwość wyboru lokaty kapitałowej na różnych rynkach – na rynku towarów, nieruchomości, finansowym (pieniężnym, kapitałowym), kruszców czy też innych rynkach, np. walutowym, dzieł sztuki itp. Każdy z tych rynków ma swoją specyfikę i wymaga specjalistycznej wiedzy. Główne różnice sprowadzają się do płynności obrotu (np. operacje kupna-sprzedaży nieruchomości z reguły wymagają dłuższego czasu niż podobne operacje w zakresie papierów wartościowych) oraz skali ryzyka.

Zmienna koniunktura na poszczególnych rynkach stwarza wiele możliwości poszukiwania bardziej efektywnych **inwestycji kapitałowych**. Zwłaszcza rynki pieniężne i kapitałowe, zarówno narodowe, jak i międzynarodowe, są powiązane wielorakimi więzami i są współzależne. Inwestorzy, dysponujący zasobami kapitałowymi, kierując się oczekiwanymi zyskami z różnic kursowych na rynku papierów wartościowych, rynku walutowym, czy też kształtowania wkładów bankowych mogą dokonywać stosownej do koniunktury dywersyfikacji swoich lokat pieniężnych [ 4 ]. Dysponując bardzo mobilnym kapitałem finansowym, inwestorzy mogą z dużą elastycznością lokować go nie tylko w różne instrumenty finansowe rynku kapitałowego, ale także dyslokować na inne rynki.

Często inwestorzy stosują zróżnicowane lokaty kapitału, operując nim na wielu rynkach. Inwestycje portfelowe zapewniają większe bezpieczeństwo w decyzjach inwestycyjnych. Jednak podstawowym czynnikiem, weryfikującym trafność inwestycji kapitałowych, pozostaje zawsze stopa dochodu od kapitału.

Specyfiką inwestycji na rynku kapitałowym jest głównie to, że:

- kapitał ma postać kapitału finansowego,
- przedmiotem inwestycji są lokaty bankowe średnio- i długoterminowe, papiery wartościowe,
- obrót kapitałem ulokowanym w papiery wartościowe może być dokonywany bardzo szybko i na wielu rynkach kapitałowych,
- inwestor może dokonywać wyboru stopnia zróżnicowania ryzyka inwestycyjnego, mając do dyspozycji wiele rodzajów instrumentów finansowych.

Inwestorów rynku kapitałowego charakteryzuje również to, że posiadanych zasobów pieniężnych nie zamierzają oni wydawać na bieżące potrzeby, lecz lokują je długookresowo w banku lub w papiery wartościowe w celu ich kapitalizacji – są więc uczestnikami rynku kapitałowego, oferującymi kapitał.

## 2. Rodzaje inwestorów

Na rynku kapitałowym jest wiele rodzajów inwestorów. Aby dokonać ich charakterystyki stosuje się ogólnie przyjęte w analizach kryteria podziału na określone grupy.

Do podstawowych kryteriów klasyfikacji inwestorów można zaliczyć:

- rozmiary kapitału i profesjonalizm zarządzania nim,
- okres inwestowania,
- źródła pochodzenia kapitału.

Przeprowadzona według tych kryteriów charakterystyka inwestorów rynku kapitałowego stwarza dość przejrzysty opis w ujęciu modelowym. Jest to jednak podejście metodologiczne, które w praktycznym funkcjonowaniu inwestorów na rynku kapitałowym jest bardziej skomplikowane i często trudne do jednoznacznego przedstawienia, m.in. także ze względu na poufność wielu informacji bankowych i kapitałowych [ 1 ].

### 2.1. Podział inwestorów według wielkości kapitału i profesjonalizmu zarządzania kapitałem

Przy tym kryterium można podzielić inwestorów na rynku kapitałowym na dwie podstawowe grupy **inwestorów indywidualnych** oraz **inwestorów instytucjonalnych**. Jest to najczęściej spotykany podział inwestorów, stosowany w analizach i publikacjach, dotyczących rynku kapitałowego.

#### 2.1.1. Inwestorzy indywidualni (nieprofesjonalni)

Na każdym rynku kapitałowym występuje bardzo liczna grupa inwestorów indywidualnych. Zalicza się do nich osoby fizyczne (gospodarstwa domowe) oraz współdziałalców spółek pracowniczych. Inwestują oni przede wszystkim zgromadzone oszczędności, a zamożniejsza ich część posiadane zasoby kapitału finansowego. Z reguły inwestorów tych cechuje duża ostrożność w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, lokują więc na rynku papierów wartościowych tylko część swoich zasobów finansowych. Większość z nich nie zajmuje się profesjonalnie rynkiem kapitałowym, nie poświęca zbyt dużo czasu na analizę koniunktury giełdowej, stąd tę grupę inwestorów określa się jako inwestorów nieprofesjonalnych.

Inwestorów indywidualnych można podzielić na 3 grupy:

- inwestorzy indywidualni drobni (mały inwestor),

- inwestorzy indywidualni średni,
- inwestorzy indywidualni więksi (duży inwestor).

Największą grupę wśród indywidualnych inwestorów na krajowych rynkach papierów wartościowych stanowią inwestorzy drobni. Rozmiary zaangażowanego przez nich funduszu inwestycyjnego na zakup papierów wartościowych są bardzo zróżnicowane i zależą głównie od stopnia zamożności społeczeństwa, stopy oszczędzania i preferencji co do sposobu lokowania oszczędności. Na przykład na polskim rozwijającym się rynku papierów wartościowych (emerging markets) można przyjąć, że do grupy indywidualnych drobnych inwestorów należą ci, którzy składają zlecenia kupna lub sprzedaży papierów wartościowych do około 10 000 PLN. Jest to w istocie bardzo niski poziom, jednak obejmujący liczną grupę inwestorów indywidualnych (około 60%). W krajach zamożniejszych, o rozwiniętych rynkach finansowych, średni poziom wartości zleceń inwestycyjnych wśród małych inwestorów indywidualnych jest znacznie wyższy.

Grupę średnią inwestorów indywidualnych cechuje większe zaangażowanie środków inwestycyjnych na rynku papierów wartościowych. Wielu inwestorów tej grupy wykazuje duże zainteresowanie rynkiem kapitałowym i upatruje w tym rodzaju lokat kapitałowych ważne źródło dochodów osobistych. Jest to jednak z reguły grupa mniej liczna od drobnych inwestorów indywidualnych, ale o większej masie kapitału. W Polsce do średniej grupy indywidualnych inwestorów (w obecnej fazie rozwoju rynku papierów wartościowych) można zaliczyć tych, którzy składają zlecenia kupna-sprzedaży w przedziale od 10 000 do 20 000 PLN.

Wśród inwestorów indywidualnych najmniej liczną grupę stanowią inwestorzy zaliczani do dużych. Mają lepsze rozpoznanie rynku, często traktują operacje na rynku kapitałowym jako główne źródło dochodów. Ta grupa inwestorów podejmuje decyzje inwestycyjne nie tylko na podstawie własnej wiedzy, ale korzysta także z doradztwa inwestycyjnego profesjonalnych instytucji finansowych. Na rozwijającym się polskim rynku papierów wartościowych do inwestorów indywidualnych dużych zalicza się tych, którzy składają zlecenia kupna-sprzedaży o wartości powyżej 20 000 PLN (najczęściej w przedziale 40 000 – do ponad 500 tys. zł.). Z reguły inwestycjami największych inwestorów zarządzają profesjonalne instytucje finansowe – banki inwestycyjne, firmy konsultingowo-inwestycyjne oraz domy maklerskie.

Udział inwestorów indywidualnych na rozwiniętych rynkach papierów wartościowych kształtuje się w przedziale od 18% (giełda we Frankfurcie) do 40% (giełda w Nowym Jorku). Na rynkach rozwijających się udział tej grupy inwestorów jest bardzo zróżnicowany: np. w Polsce, na giełdzie warszawskiej, wynosi

około 35%. Ze względu na wzrost skomplikowania i profesjonalizmu rynku kapitałowego, w tym publicznego obrotu papierami wartościowymi, obserwuje się wzrost udziału inwestycji instytucjonalnych.

### 2.1.2. Inwestorzy instytucjonalni

Do inwestorów instytucjonalnych należą różne instytucje i podmioty gospodarcze, dokonujące inwestycji kapitałowych. Ich wspólną cechą jest profesjonalne zarządzanie kapitałem i dysponowanie większymi zasobami kapitałowymi, własnymi lub powierzonymi.

Do inwestorów instytucjonalnych należą w szczególności:

- banki komercyjne, w tym banki inwestycyjne,
- fundusze zbiorowego inwestowania (fundusze inwestycyjne),
- fundusze inwestycyjne typu „venture capital”,
- fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne,
- przedsiębiorstwa,
- Skarb Państwa,
- inni – domy maklerskie, domy dyskontowe.

Współczesny rynek kapitałowy jest domeną wyspecjalizowanych instytucji, głównie finansowych. Rozwój elektronicznych systemów informacyjnych, bankowych, giełdowych i innych stwarza możliwość dokonywania bardzo szybkich operacji finansowych na wielu rynkach. W istocie każdy lokalny rynek kapitałowy jest jednocześnie określonym elementem światowego rynku kapitałowego. Kapitał, zwłaszcza kapitał finansowy, stał się bardzo mobilny, może przemieszczać się niezwykle szybko w zależności od koniunktury. Szczególną rolę odgrywają międzynarodowe korporacje finansowe i fundusze inwestycyjne, dysponujące największymi zasobami kapitałowymi. W związku z tym na rynkach kapitałowych można zaobserwować wzrost znaczenia różnych inwestorów instytucjonalnych, krajowych i zagranicznych [ 7 ].

#### **Banki**

Wśród inwestorów instytucjonalnych banki zajmują dominującą pozycję. Dysponują one znacznymi własnymi kapitałami oraz zarządzają środkami powierzonymi. Wśród różnorodnych usług bankowych ważnym polem ich działalności jest aktywne uczestnictwo na rynku kapitałowym. Spełniają w tym zakresie różne funkcje, w tym zajmują się inwestowaniem w papiery wartościowe, zarówno na **rynku kapitałowym pierwotnym**, jak i na **rynku kapitałowym wtórnym**.

Banki komercyjne traktują działalność inwestycyjną i brokerską jako jedną z ważnych dziedzin swojej różnorodnej działalności. Istnieją również wyspecjalizowane banki inwestycyjne, których główną działalnością są usługi doradczo-pośredniczące i operacje kapitałowe na rynku papierów wartościowych. Odgrywają one główną rolę w kontaktach między emitentami papierów wartościowych w zakresie plasowania emisji a nabywcami tych papierów, stają się również gwarantami zabezpieczającymi powodzenie emisji. Banki dysponują dużym potencjałem kapitałowym i profesjonalną kadrą specjalistów, są więc jedną z najważniejszych grup inwestorów i pośredników na rynku kapitałowym [ 2 ].

### **Fundusze zbiorowego inwestowania**

Efektywne inwestowanie na współczesnym skomplikowanym rynku kapitałowym wymaga skrupulatnej analizy koniunktury, starannego wyboru instrumentów finansowych i ciągłego śledzenia sytuacji rynkowej. W celu ograniczenia ryzyka i błędnych decyzji inwestycyjnych, zwłaszcza mniej przygotowanych indywidualnych inwestorów, powstały w końcu XIX wieku i dynamicznie rozwinęły się w ostatnich dziesięcioleciach instytucje finansowe, określane ogólnie jako **fundusze zbiorowego inwestowania** lub fundusze inwestycyjne.

Na największym w świecie, amerykańskim rynku kapitałowym fundusze inwestycyjne zarządzają  $\frac{1}{4}$  kapitału inwestycyjnego, lokowanego w papiery wartościowe. Rozwinęły się również na szeroką skalę w Japonii, Francji, Wielkiej Brytanii, Niemczech i innych państwach. Wysoką dynamikę rozwoju mają również fundusze inwestycyjne w Polsce, działające od 1992 r. Ich aktywa w 2007 r. wyniosły ponad 145 mld. zł (około 16 % oszczędności Polaków).

Fundusze inwestycyjne cechuje profesjonalne zarządzanie zbiorowymi zasobami kapitałowymi, wniesionymi przez różnych inwestorów, głównie osoby fizyczne. Firmy, zarządzające tymi funduszami dokonują operacji kupna-sprzedaży papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych w celu pomnożenia kapitału, pobierając określoną prowizję. Fundusze te mają różnorodne zakresy działalności i specjalizacji. Ogólnie można podzielić je na dwa rodzaje:

- fundusze otwarte,
- fundusze zamknięte.

Jest to podział najczęściej stosowany; głównym jego kryterium jest zmienność wielkości funduszu i udziałowców. Fundusze zamknięte mają z góry określoną wielkość (kwotę kapitału), natomiast fundusze otwarte charakteryzuje zmienna (nieograniczona) wielkość, zależna od liczby udziałowców i wniesionych przez nich środków finansowych.

**Fundusze otwarte** (powiernicze) są prawną formą zbiorowego lokowania zasobów kapitałowych (oszczędności) w papiery wartościowe. Majątek funduszu powstaje przez połączenie środków finansowych, wniesionych głównie przez licznych inwestorów indywidualnych. Firmy zarządzające tymi funduszami pełnią funkcję inwestora zbiorowego, oferując uczestnikom większą różnorodność papierów wartościowych, płynność inwestycji kapitałowych i profesjonalne zarządzanie powierzonym kapitałem.

Wnoszone przez udziałowców środki finansowe tworzą masę funduszu, która przeliczana jest na określone „jednostki uczestnictwa”, wyrażające proporcjonalny udział w zgromadzonym funduszu. Jednostki te stanowią podstawę prawną do udziału w zbiorowym funduszu, w tym do uzyskiwanych dochodów. Są to umowne części funduszu, należne inwestorowi do czasu ich umorzenia.

Cechą funduszy otwartych jest to, że są one nieograniczone rozmiarami i są otwarte pod względem uczestnictwa inwestorów. Od decyzji indywidualnego inwestora zależy, kiedy zgłosi akces do danego funduszu zbiorowego inwestowania, ile chce nabyć jednostek uczestnictwa i kiedy dokonać ich umorzenia. Instytucja zarządzająca funduszem działa podobnie jak bank, przyjmujący lokaty i wypłacający określone oprocentowanie z tym, że można wycofać wniesione środki finansowe w dowolnym terminie, a wynik funduszy ma charakter zmienny, zależny od osiągniętych przez fundusz wyników finansowych z operacji kapitałowych na rynku papierów wartościowych.

Instytucja zarządzająca funduszem koncentruje się na prowadzeniu polityki inwestycyjnej i dokonuje transakcji na rynku papierów wartościowych. Funkcje przechowywania aktywów funduszu spełnia natomiast bank powiernik. Zapewnia on bezpieczeństwo zgromadzonych aktywów, oblicza ich wartość i prowadzi obsługę bankową. Z reguły jego agendy zajmują się dystrybucją jednostek uczestnictwa funduszu.

Możemy wyróżnić wiele grup tych funduszy:

- fundusze wzrostowe – zorientowane na zyski ze wzrostu cen papierów wartościowych, inwestują w akcje spółek, rokujących szybki rozwój i wzrost rentowności;
- fundusze dochodowe (zrównoważone) – inwestujące w obligacje i akcje spółek, zapewniające dochód z oprocentowania i dywidendy oraz wzrostu ich cen rynkowych,
- fundusze działające na rynku obligacji, które cechuje dłuższy okres inwestowania, dość pewne, choć umiarkowane dochody;
- fundusze inwestujące w akcje tzw. agresywne – na rynku giełdowym i pozagiełdowym, zapewniające stosunkowo wysokie ale ryzykowne dochody;



- fundusze międzynarodowe – działające na rynkach kapitałowych różnych krajów;
- fundusze indeksowe (wskaźnikowe) – operujące akcjami firm zaliczanych do indeksów giełdowych, np. Dow Jones;
- fundusze inwestujące w akcje małych firm, obligacje rządowe, obligacje municypalne, obligacje zamienne i inne wyspecjalizowane rodzaje instrumentów finansowych rynku papierów wartościowych [ 2 ].

**Fundusze zamknięte** charakteryzuje to, że mają ustalony kapitał inwestycyjny i stałą liczbę udziałowców. Tego rodzaju fundusze tworzone są najczęściej przez instytucje finansowe (banki), które wyodrębniają pewną sumę kapitału, w celu podejmowania wyspecjalizowanej działalności inwestycyjnej w określonych dziedzinach gospodarki (np. zasilając kapitałowo firmy o dużym potencjale rozwojowym), licząc na efektywną kapitalizację.

Utworzenie funduszu zamkniętego i zarządzanie nim odbywa się przy założeniu sprecyzowanych kierunkowych zamierzeń inwestycyjnych, zapewniających większą koncentrację kapitału i elastyczność działań oraz profesjonalizm i efektywność. Fundusze zamknięte mają stałą liczbę udziałów, emitują „certyfikaty inwestycyjne”, które nie są umarzone, co stwarza stabilność portfela posiadanych papierów wartościowych. Mogą one być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, a ich wycena rynkowa zależy od siły popytu i podaży, kształtuje się w sposób zróżnicowany w stosunku do wartości księgowej, wywołując określone zainteresowanie inwestorów w zależności od koniunktury rynkowej. Zorientowane są na wyszukiwanie firm innowacyjnych, które mają dobre możliwości rozwojowe i zasilając je kapitałowo przez pewien czas (kilka lat) z reguły osiągają wysokie zyski. Po pewnym czasie, kiedy firmy te rozwiną się gospodarczo i uzyskają dobre wyniki finansowe, fundusze zamknięte wycofują swoje zaangażowanie kapitałowe wraz z osiągniętym zyskiem i podejmują inne przedsięwzięcia bądź kończą ten rodzaj działalności.

#### **Fundusze inwestycyjne typu „venture capital”**

Wśród różnych grup inwestorów instytucjonalnych działających na rynkach kapitałowych istotną rolę odgrywają również fundusze inwestycyjne typu „venture capital”. Są to fundusze, zapewniające zasilanie kapitałowe na okresy średnio- i długoterminowe firmom, które nie weszły jeszcze na rynek papierów wartościowych, z zamiarem późniejszej odsprzedaży udziałów lub akcji z zyskiem. Głównym obszarem lokat kapitałowych tych funduszy jest wspieranie rozwoju działalności gospodarczej firm o dużym potencjale wzrostu, finansowanie zaawansowanych



prac nad zastosowaniem nowoczesnych technologii, wprowadzenie do produkcji nowych lub zmodernizowanych produktów, unowocześnienie przedsiębiorstw, a także działania prywatyzacyjne.

Obecnie w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej działa wiele różnych venture capital, zasilając kapitałowo perspektywiczne projekty i firmy, często przedsiębiorstwa nowo powstające oraz średnie i małe – zapewniające wyższy dochód z inwestycji kapitałowych niż inne lokaty rynkowe.

Na polskim rynku kapitałowym fundusze venture capital pojawiły się już w pierwszych latach transformacji gospodarki.. Pierwszy fundusz venture capital powstał w 1990 r. jako Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości, któremu rząd Stanów Zjednoczonych zapewnił kapitał w wysokości 240 mln. dol. W następnych latach na polskim rynku powstawały kolejne fundusze venture capital. Są to fundusze z kapitałem mieszanym – krajowym i zagranicznym, głównie utworzonym przez banki komercyjne, fundacje i inne instytucje.

### **Fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne**

Na rynkach kapitałowych ważnym uczestnikiem wśród inwestorów instytucjonalnych są **fundusze ubezpieczeniowe i kapitałowe fundusze emerytalne**. Współczesne systemy ubezpieczeń zdrowotnych, majątkowych i emerytalnych w gospodarce rynkowej stwarzają możliwości działania w tej dziedzinie wielu firmom, na zasadach konkurencyjnych. Są to firmy ubezpieczeniowe prywatne, spełniające funkcje publiczne, w ramach norm prawnych uwzględniających mechanizm rynkowy i interes publiczny ( finansowanie leczenia obywateli, zapewnianie dochodów emerytom i rencistom ). Skłania to, zwłaszcza zamożniejsze grupy społeczeństwa do podejmowania ubezpieczeń nie tylko w ramach powszechnego systemu, ale także różnych dobrowolnych, oferowanych przez firmy ubezpieczeniowe. Szeroko rozwinięty zakres ubezpieczeń w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej umożliwił zgromadzenie dużych funduszy przez firmy ubezpieczeniowe [ 3 ]. Środki te pochodzące ze składek, zapewniają tym firmom znaczne zasoby finansowe, które są przedmiotem kapitalizacji. Są one lokowane na rynku kapitałowym, głównie w papiery wartościowe. Efektywne operowanie tym kapitałem na rynku papierów wartościowych przynosi firmom ubezpieczeniowym zyski, pomnażające fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne. Stwarza im to możliwość oferowania bardziej atrakcyjnych warunków ubezpieczeń i umacnia pozycję konkurencyjną na tym rynku.

Należy jednak podkreślić, że chociaż firmy ubezpieczeniowe i kapitałowe fundusze emerytalne należą do grupy najpoważniejszych inwestorów na rozwiniętych rynkach kapitałowych, mają pewne ograniczenia w decyzjach inwestycyj-

nych. Wiąże się to ze spełnianiem przez nie funkcji publicznych i koniecznością ograniczenia ryzyka inwestycyjnego, ze względu na wykorzystywanie środków finansowych wnoszonych przez osoby fizyczne na fundusze ubezpieczeniowe i rentowe. Ich zasady działania w każdym państwie określają przepisy prawne, a interesy ogólnospołeczne reprezentują właściwe organa rządowe.

W Polsce obok działających na rynku konkurencyjnym prywatnych firm ubezpieczeniowych, od wprowadzenia ustawą z 1997 r. mieszanego systemu ubezpieczeń emerytalnych funkcjonują również kapitałowe fundusze emerytalne. Są to otwarte fundusze emerytalne dysponujące coraz większymi funduszami kapitałowymi (w 2007 r. wyniosły one ponad 200 mld. zł).

### **Przedsiębiorstwa**

Wiele przedsiębiorstw, prowadząc swoją profesjonalną działalność produkcyjną, handlową czy inną zajmuje się również działalnością inwestycyjną na rynku kapitałowym. W zależności od strategii może to być jedna z dziedzin stałej działalności, zapewniającej dochody z inwestycji kapitałowych, bądź tylko czasowe wykorzystywanie rezerw posiadanych środków finansowych. Przedsiębiorstwa dywersyfikując swoją działalność gospodarczą często wiążą inwestycje na rynku kapitałowym (w obligacje lub akcje) z planami rozwojowymi, nabywaniem udziałów majątkowych innych firm lub pozbywaniem się części własnych składników majątkowych, przy wykorzystaniu instrumentów rynku kapitałowego (np. sprzedaż większościowego pakietu akcji zależnej spółki). Dominującym celem takiej działalności jest wykorzystanie koniunktury rynkowej i uzyskanie lepszych efektów ekonomicznych.

Wśród inwestorów instytucjonalnych przedsiębiorstwa stanowią znaczącą zróżnicowaną grupę. Odgrywają większą rolę w obrocie niektórymi rodzajami papierów wartościowych, wyemitowanymi przez podmioty branż przemysłowych.

### **Inni inwestorzy instytucjonalni**

Inwestorami instytucjonalnymi mogą być różne podmioty, takie jak organizacje społeczne, polityczne, fundacje, związki zawodowe i inne stowarzyszenia, dysponujące środkami finansowymi, które mogą lokować średnio lub długoterminowo w papiery wartościowe w celu ich kapitalizacji. Znaczącą grupę stanowią pośrednicy rynku kapitałowego, świadczący usługi maklerskie. Wielu z nich, zwłaszcza duże instytucje finansowe oraz domy maklerskie, poza dokonywaniem kupna-sprzedaży papierów wartościowych na zlecenie klientów występuje również w roli inwestorów, we własnym imieniu i na swój rachunek. Celem ich działalno-

ści inwestorskiej jest angażowanie posiadanego kapitału dla uzyskania dochodu. Kupują więc papiery wartościowe, aby odsprzedać je z zyskiem.

### 2.2. Grupy inwestorów według okresu inwestowania i aktywności

Instrumenty finansowe, znajdujące się na rynku kapitałowym (akcje, obligacje, udziały), w które lokowany jest kapitał finansowy, są średnio- lub długoterminowe, co określa przyjęta prawnie cezura czasowa, np. w Polsce do rynku kapitałowego zalicza się papiery wartościowe o okresie ważności (zapadalności) od roku wzwyż. Kryterium czasowe jest praktycznym rozwiązaniem metodologicznym, natomiast w wymiarze ekonomicznym chodzi tu o lokaty kapitałowe, umożliwiające podmiotom emitującym papiery wartościowe realizację przedsięwzięć w dłuższym okresie, a inwestorom dające satysfakcjonujący dochód. Choć papiery wartościowe na rynku kapitałowym są średnio- i długoterminowe, jednak mechanizmy funkcjonowania tego rynku – operacje giełdowe i pozagiełdowe, a więc tzw. rynek wtórny, stwarzają możliwości dokonywania swobodnych transakcji kupna-sprzedaży w bardzo krótkich terminach (nawet wielokrotnie w ciągu dnia) na giełdach papierów wartościowych o notowaniach ciągłych. Wielu aktywnych inwestorów dokonuje zatem różnych operacji kapitałowych na wtórnym rynku w dowolnych terminach, w zależności od swoich preferencji, strategii inwestowania, koniunktury na rynku itp.

Biorąc pod uwagę bardzo duże możliwości zachowań inwestorów na rynku kapitałowym, możemy ich podzielić z punktu widzenia okresu inwestowania i aktywności na rynku na trzy grupy:

- inwestorzy o zachowaniach spekulacyjnych (krótkoterminowi),
- inwestorzy średnioterminowi,
- inwestorzy długoterminowi.

Podział ten ma charakter metodologiczny, umożliwiając opisanie struktury inwestorów na różnych rynkach kapitałowych i ich wpływu na charakter, a zwłaszcza stabilność i bezpieczeństwo rynku.

#### 2.2.1. Inwestorzy krótkoterminowi o zachowaniach spekulacyjnych

Należy podkreślić, że **spekulacja na rynku kapitałowym** jest zalegalizowana i prowadzona z uwzględnieniem reguł prawnych, nie jest czymś negatywnym ani wstydlivym. Jest to element gry rynkowej i każdy inwestor wykorzystuje istniejące możliwości danego rynku, aby zwiększyć dochody z zainwestowanego kapitału. Spekulacja to przede wszystkim aktywne i ryzykowne zachowanie in-

westora na rynku, wykorzystujące zmiany kursów instrumentów finansowych, a więc osiąganie dochodów ze strategii wzrostowych cen rynkowych. Zachowania spekulacyjne wiążą się najczęściej z podejmowaniem decyzji krótkoterminowych kupna-sprzedaży papierów wartościowych, wykorzystujących krótkookresowe zmiany koniunktury giełdowej.

Inwestycje krótkoterminowe, a więc także spekulacyjne, prowadzą przede wszystkim inwestorzy indywidualni, dysponujący niewielkim kapitałem. Ich dążeniem jest uzyskanie natychmiastowego dochodu, dzięki wykorzystaniu lokalnych zmian notowań cenowych papierów wartościowych. Jednak byłoby niesprawiedliwe ograniczenie inwestycji krótkoterminowych i zachowań spekulacyjnych tylko do inwestorów indywidualnych. Takie zachowanie występuje również u inwestorów instytucjonalnych, z tym że w mniejszym zakresie. Można wymienić wiele funduszy inwestycyjnych, które nawet zyskały sobie opinię funduszy spekulacyjnych, jak np. fundusz zamknięty Quantum, którego jednym z głównych udziałowców jest znany na rynkach finansowych George Soros.

Inwestorzy, koncentrujący się na inwestycjach krótkoterminowych, opierają się na strategiach bieżącej analizy koniunktury rynku i wykorzystują każdą, nawet niewielką zmianę cen do podejmowania decyzji kupna-sprzedaży papierów wartościowych z zyskiem. Inwestorzy indywidualni operują głównie na rynku akcji. Inwestorzy instytucjonalni natomiast w szerszym zakresie działają na rynkach papierów wartościowych pochodnych – opcji, transakcji terminowych, bardziej ryzykownych, zapewniających możliwość uzyskania w krótkim czasie wysokich dochodów, ale i niekiedy przynoszących ogromne straty.

### **2.2.2. Inwestorzy średnioterminowi**

Do tej grupy inwestorów zalicza się tych, którzy inwestują średnioterminowo w papiery wartościowe. Odnosi się to głównie do obligacji kilkuletnich oraz akcji nabywanych na dłuższy okres. Inwestycje średnioterminowe dokonywane są przez inwestorów indywidualnych, jednak głównie tych, którzy część swoich oszczędności systematycznie lokują w papiery wartościowe (np. w wieloletnie obligacje państwowe lub w fundusze inwestycyjne powiernicze) nie wycofują ich przez dłuższy okres – przez wiele lat. Głównie inwestorzy instytucjonalni lokują dużą część swoich zasobów kapitałowych w papiery wartościowe średnioterminowe, dywersyfikując w ten sposób portfel inwestycyjny. Na wielu rynkach udział inwestycji średnioterminowych jest dominujący.

Inwestycje średnioterminowe zorientowane są głównie na takie papiery wartościowe jak obligacje, które zapewniają względnie bezpieczny i stały do-

chód w dłuższym okresie oraz nie wymagają bieżącego śledzenia koniunktury giełdowej.

### **2.2.3. Inwestorzy długoterminowi**

Część inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych inwestuje na rynku kapitałowym długoterminowo. Inwestycje długoterminowe to lokaty kapitałowe nawet na dziesiątki lat. Przykładem takich inwestycji może być zakup obligacji 20- lub 30-letnich i nabywanie jednostek funduszu inwestycyjnego na okres ponad 5 lat (w USA spośród ogółu inwestorów indywidualnych lokujących swoje kapitały w fundusze inwestycyjne, 30 % posiada je przez okres od 5 do 10 lat, a 34% przez ponad 10 lat).

Również długoterminowo nabywane są akcje, zwłaszcza przez inwestorów strategicznych, bezpośrednio powiązanych z działalnością danej spółki publicznej, lub inwestorów posiadających duże pakiety akcji określonych firm, pozwalające wywierać wpływ na ich działalność i osiągnięte wyniki gospodarcze.

Inwestorzy lokujący swoje kapitały w papiery wartościowe długoterminowo, z reguły nabywają takie papiery, które charakteryzuje wysokie bezpieczeństwo (np. obligacje skarbowe bądź akcje firm o dobrej reputacji, tradycjach i kondycji finansowej), licząc na stabilne dochody w postaci oprocentowania czy dywidendy. Lokaty w fundusze inwestycyjne cechuje natomiast z reguły systematyczne inwestowanie w długich okresach, wybierane są takie fundusze, które mają duże doświadczenie na rynku, są silne kapitałowo i osiągają wysokie i stabilne dochody przez wiele lat.

Inwestycje długoterminowe wpływają stabilizująco na rynek papierów wartościowych i ich duży udział jest ważnym wskaźnikiem dojrzałości rynku oraz jego bezpieczeństwa. Inwestowanie długookresowe na takim rynku zapewnia satysfakcjonujące i stabilne dochody, które rosną wraz z upływem czasu.

### **2.3. Rodzaje inwestorów według kryterium źródła pochodzenia kapitału**

We współczesnej otwartej gospodarce trudno jest zidentyfikować kapitał, znajdujący się na rynku. Zarządzają nim przeważnie nie właściciele, lecz profesjonalne instytucje finansowe, głównie banki i fundusze inwestycyjne. Kapitał, którym dysponują, pochodzi z różnych źródeł. Współczesny system finansowo-bankowy i bogactwo różnych instrumentów finansowych stwarzają duże możliwości akumulacji kapitału obcego i własnego. Muszą jednak być spełnione określone warunki,

a zwłaszcza powinna istnieć możliwość uzyskania satysfakcjonującego dochodu oraz zaufanie, płynność i bezpieczeństwo. Postępujący proces globalizacji finansów zaciera obraz właścicieli i zarządzających kapitałem, zarówno w wymiarze narodowym jak i międzynarodowym. Obecnie przez granice państw przepływa ogromny strumień kapitału, a tylko kapitał wykorzystywany do bieżących operacji na światowych rynkach kapitałowych eksperci ONZ ocenili w 2006 r. na około 7 bln. dolarów. Jest to kapitał prywatny, poszukujący efektywnej lokaty. Globalna komputeryzacja rynków finansowych umożliwia zarządzającym tym kapitałem podejmowanie decyzji inwestycyjnych praktycznie na każdym regionalnym czy lokalnym rynku, w ciągu godzin, a nawet minut.

Wśród różnych inwestorów na rynkach kapitałowych, z punktu widzenia **źródła pochodzenia kapitału**, możemy wyróżnić:

- inwestorów krajowych,
- inwestorów zagranicznych,
- międzynarodowe instytucje inwestorskie.

Ten ramowy podział obejmuje w każdej grupie bardzo zróżnicowaną strukturę inwestorów.

### **2.3.1. Inwestorzy krajowi**

Do inwestorów krajowych należą zarówno inwestorzy indywidualni, jak i instytucjonalni, dysponujący kapitałem finansowym pochodzenia krajowego. Na krajowym rynku kapitałowym lokują oni swoje fundusze w papiery wartościowe, znajdujące się na rynku pierwotnym lub wtórnym.

Udział inwestorów krajowych na rozwiniętych rynkach kapitałowych większości państw jest dominujący. Na przykład udział tych inwestorów w operacjach kapitałowych na giełdach papierów wartościowych w latach 2004-2006 wynosił na giełdzie nowojorskiej 94,5%, londyńskiej 87%, tokijskiej 94%, paryskiej 68%, w Hongkongu 53%, w Polsce około 50-60%.

Zaliczenie do tej grupy inwestorów krajowych indywidualnych nie stwarza większych trudności i jest dość wiarygodne, natomiast określenie krajowych inwestorów instytucjonalnych nie jest już tak oczywiste.

Część inwestorów krajowych instytucjonalnych we współczesnej otwartej gospodarce jest bowiem powiązana kapitałowo z firmami zagranicznymi, które mają udziały majątkowe lub uczestniczą we wspólnych przedsięwzięciach gospodarczych związanych z rynkiem kapitałowym. Dotyczy to najczęściej banków komercyjnych, dużych firm gospodarczych czy też funduszy inwestycyjnych, zwłaszcza typu venture capital. W takich przypadkach do krajowych inwestorów instytucjo-



nalnych powinno się zaliczać tych, u których udział kapitału własnego właścicieli krajowych jest większościowy. Lepiej byłoby jednak dokonać podziału kapitału takich inwestorów na krajowy i zagraniczny oraz zaliczać tylko właściwą część rodzimego kapitału, jest to jednak w praktyce kłopotliwe i nie zawsze możliwe. Ze względów pragmatycznych często przyjmuje się zasadę zaliczania do inwestorów krajowych instytucjonalnych tych firm, które są zarejestrowane i mają swoją siedzibę w kraju.

### **2.3.2. Inwestorzy zagraniczni**

Napływ inwestorów zagranicznych jest korzystny dla każdego rynku kapitałowego, gdyż zwiększa podaż kapitału, umożliwiając wzrost inwestycji oraz poprawę warunków rozwoju gospodarczego. Umacnia to rynek kapitałowy, czyniąc go atrakcyjnym dla inwestorów i bardziej wiarygodnym. Do inwestorów zagranicznych zalicza się tych, którzy wnoszą z innych krajów kapitał na dany rynek krajowy w postaci inwestycji bezpośrednich lub portfelowych. Udział inwestorów zagranicznych na poszczególnych rynkach kapitałowych jest bardzo zróżnicowany i kształtuje się najczęściej w przedziale od 5 do 40%, w Polsce około 35-50%, ale są też takie rynki atrakcyjne (mniejszych państw), na których udział ten dochodzi nawet do 80%.

### **2.3.3. Międzynarodowe instytucje inwestorskie**

Coraz większą rolę na różnych rynkach krajowych odgrywają silne kapitałowo firmy gospodarcze i instytucje finansowe o kapitale właścicieli różnych państw, działające w wymiarze światowym. Szczególnie dynamicznie rozszerzają swoją działalność na rynku finansowym instytucje o zasięgu międzynarodowym. Jest to rynek najbardziej otwarty od wielu lat, w wielu segmentach, a zwłaszcza w zakresie obrotów walutowych i kapitałowych, mający ponadnarodowy charakter. Rynek ten często bywa nazywany rynkiem eurodolarowym. Tworzą go głównie duże centra finansowe w Europie i USA (Londyn, Nowy Jork, Frankfurt, Zurich, Paryż) oraz w Azji (Tokio, Hongkong i inne).

Na rynku kapitałowym międzynarodowe instytucje odgrywają dużą rolę, dysponując silnym, skoncentrowanym kapitałem, dobrą reputacją i profesjonalnymi strukturami wyspecjalizowanych oddziałów i służb, zapewniających efektywne rozpoznanie rynków, wiarygodność i dużą sprawność w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Zapewniają one podaż własnego kapitału oraz możliwość zorganizowania funduszy, pochodzących z nadwyżek ponadnarodowych przedsiębiorstw,



zasobów banków komercyjnych, a także banków centralnych, jak również pozyskanie środków finansowych z dochodów krajów eksportujących ropę naftową oraz od innych podmiotów eksportujących kapitał.

Bliższa charakterystyka tych zagadnień natrafia na wiele trudności, wynikających z bardzo ograniczonych danych statystycznych i poufności informacji.

Jest rzeczą niewątpliwą, że międzynarodowe instytucje zarządzające kapitałem cechuje duża ekspansywność, siła oddziaływania, co stymuluje rozwój efektywnych programów gospodarczych oraz rynków pieniężnych i kapitałowych. Ich działalność jest z reguły prowadzona na szeroką skalę i charakteryzuje ją duża dochodowość.

Na rynku kapitałowym wśród firm inwestorskich o międzynarodowym znaczeniu szczególnie dużą rolę odgrywają banki inwestycyjne, jak np. Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers i inne, mające swoją siedzibę w światowym centrum finansowym na Wall Street w Nowym Jorku. Coraz większy wpływ mają również duże globalne fundusze inwestycyjne, głównie amerykańskie oraz takie międzynarodowe instytucje finansowe, jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy. Działalność tych międzynarodowych organizacji jest zwykle wielokierunkowa, obejmująca głównie doradztwo inwestycyjne, udział w przekształcaniach strukturalnych, prywatyzację sektora publicznego i dostarczanie kapitału.

### **3. Podstawy strategii inwestowania oszczędności i kapitału**

Na rynku kapitałowym stosowane są bardzo różne strategie inwestowania. Zmienna koniunktura kształtowana pod wpływem wielu trudno przewidywalnych czynników, nie daje możliwości jednoznacznego wskazania strategii niezawodnych i efektywnych. Wszystko zależy tu od konkretnych warunków danego rynku, relacji ekonomicznych, okresu inwestycji, oczekiwanego dochodu, skłonności do ryzyka i wielu innych uwarunkowań obiektywnych oraz subiektywnych. Istnieje obszerna literatura na temat strategii inwestowania na rynku kapitałowym, przedstawiająca różne metody, oparte na podstawach teoretycznych i doświadczeniu praktycznym, zawierające modele matematyczne oraz reguły postępowania.

Duże znaczenie ma zarówno wiedza profesjonalna, jak i doświadczenie oraz wręcz intuicyjne wyczucie rynku. Aktywni doradcy inwestycyjni, maklerzy oraz inwestorzy, jak stwierdza Ch. D. Ellis [ 5 ], kierują się pewnymi ogólnymi „wektorami inwestycyjnymi”, do których należą:

- wyczcucie rynku,
- selekcja papierów wartościowych lub ich rodzajów,
- dostosowywanie strategii lub struktury portfela inwestycyjnego,
- długookresowa koncepcja lub filozofia kierunków inwestowania.

Wiele rodzajów informacji związanych bezpośrednio i pośrednio z rynkiem kapitałowym stwarza określony jego obraz i zarysowujące się możliwe tendencje, jednak potrzebne jest jeszcze wyczcucie rynku, które ma istotny wpływ na efektywność podejmowanej decyzji inwestycyjnej. Wyraża się to w dobrej synchronizacji przeprowadzanych operacji giełdowych czy pozagiełdowych ze zmianami na rynku i zapewnia osiągnięcie sukcesu. Szczególnie duże znaczenie ma wyczcucie momentów zmian koniunktury na rynku, zwłaszcza pojawienie się hossy lub bessy i szybkie oraz zdecydowane dostosowanie decyzji inwestycyjnych.

Innym ważnym kierunkiem działań jest zestawianie pakietu papierów wartościowych. Podstawowymi ich grupami są papiery dłużne krótkoterminowe rynku pieniężnego oraz obligacje i akcje, stanowiące instrumenty bazowe rynku kapitałowego. Efektywne strategie inwestycyjne powinny cechować zdolność dostosowania do zmieniającej się sytuacji na rynku. Zatem struktura portfela inwestycyjnego uzależniona jest od relacji opłacalności inwestycji w dane papiery wartościowe oraz ryzyka i powinna być kształtowana odpowiednio elastycznie. Wyceniając dochody z różnych grup papierów wartościowych długoterminowych i krótkoterminowych, mechanizmy współczesnego rynku kapitałowego pozwalają na efektywne przenoszenie kapitału z jednych na drugie. W zależności od opłacalności inwestycji, co może być uwarunkowane zmianami stóp procentowych, przewartościowaniem lub niedowartościowaniem danych papierów wartościowych (np. akcji) czy też innymi przyczynami.

Do fundamentalnych zasad inwestowania należy również zaliczyć potrzebę posiadania długofalowej koncepcji, wynikającej z preferencji inwestora, jego predyspozycji, skłonności do ryzyka i innych czynników, które można zaliczyć do filozofii inwestowania.

Te ogólne czynniki określają podstawy inwestowania na rynku kapitałowym, ich znaczenie zależy od charakteru i rodzaju inwestora. Z reguły inne możliwości, warunki inwestowania i inne podejście do wyboru strategii inwestycyjnej mają różne grupy inwestorów instytucjonalnych oraz inwestorów indywidualnych (osób fizycznych).

W tym aspekcie duży wpływ na wybór strategii inwestycyjnej przez inwestora mają następujące jego uwarunkowania i preferencje:

- sytuacja finansowa inwestora i oczekiwania,
- profesjonalizm podejmowania decyzji inwestycyjnych,

- możliwości zaangażowania czasowego inwestora,
- horyzont czasowy inwestycji,
- skłonność do ryzyka.

Strategia inwestowania silnie uzależniona jest od sytuacji finansowej inwestora, a mianowicie od tego, jaką wielkością kapitału (oszczędności) dysponuje, a jednocześnie jakie sobie stawia cele. Z reguły większy kapitał stwarza dogodniejsze warunki w kształtowaniu zróżnicowanego portfela inwestycyjnego oraz profesjonalnego nim zarządzania. Istotnie jest również sformułowanie celów inwestowania. Odnosi się to nie tylko do oczywistej chęci osiągnięcia zysku, ale również określenia bardziej skonkretyzowanych oczekiwań. Często wpływają one z założeń, jakie przyjmuje inwestor, decydując się na lokaty kapitałowe. Na przykład wielu indywidualnych inwestorów, dokonując określonych lokat swoich oszczędności na terminowych rachunkach bankowych lub kupując papiery wartościowe, przede wszystkim zabezpiecza się przed inflacją, ponadto liczy na powiększenie swoich zasobów finansowych (na przyszłe inwestycje, nieprzewidziane zdarzenia losowe, zmianę stylu życia itp.).

Natomiast głównym celem inwestycji kapitałowych inwestorów instytucjonalnych jest działalność dochodowa, chociaż jej konkretne cele mogą być bardzo różne. Inne założenia będzie mieć np. fundusz inwestycyjny, którego zarządzanie aktywami na rynku kapitałowym stanowić będzie jego profesjonalną działalność, a inne firma produkcyjna, która czasowo tylko angażuje wolny kapitał w zakup papierów wartościowych.

Podstawowym zagadnieniem jest również profesjonalizm decyzji inwestycyjnych. Współczesne rynki finansowe, a zwłaszcza zmienny rynek papierów wartościowych, wymagają coraz większego profesjonalizmu. W rzeczywistości na tych rynkach występują inwestorzy o różnym poziomie wiedzy i profesjonalizmu. Jest to czynnik ważny, ale nie jest on wystarczający do osiągania sukcesu. Można go uznać za jeden z istotnych komponentów efektywnego inwestowania i uczestnictwa w operacjach na rynku papierów wartościowych.

Dla mniej zorientowanych i ostrożnych inwestorów na współczesnym rynku kapitałowym istnieją także szerokie możliwości pośredniego uczestnictwa w operacjach finansowych – poprzez nabywanie jednostek funduszy inwestycyjnych, korzystanie z doradztwa inwestycyjnego, udział w klubach inwestorów indywidualnych czy też zlecenie firmom maklerskim zarządzania aktywami. Korzystanie z tych form pośredniego uczestnictwa wynikać może również z braku czasu niezbędnego inwestorowi na bieżącą analizę wskaźników giełdowych, kondycji finansowej spółek giełdowych i wielu innych istotnych danych ekonomiczno-finansowych.

Wybór strategii inwestycyjnej łączy się ściśle z czynnikiem czasu. Określenie długości okresu lokat kapitałowych jest podstawowym składnikiem strategii inwestycyjnej. Istnieje prawidłowość, że im dłuższy jest okres lokat kapitału (oszczędności), tym stopa dochodu jest bliższa średniej wartości oczekiwanej.

Wybór strategii inwestowania zawsze obciążony jest ryzykiem, dotyczącym przede wszystkim oceny zdarzeń, które wystąpią w przyszłości i będą zależne od wielu czynników, w tym również od zachowania się dużej liczby pozostałych aktywnych inwestorów. Zwykle szczególnie dużą rolę odgrywają inwestorzy, dysponujący największymi zasobami kapitału, ich strategia wywiera z reguły duży wpływ na koniunkturę na danym rynku, tym większy, im niższa jest jego płynność. Jest to także jeden z ważnych czynników, który powinien być uwzględniony przez drobniejszych inwestorów jako element ich strategii.

Inwestowanie w papiery wartościowe według określonej strategii wymaga zawsze analizy aktualnej sytuacji na danym rynku papierów wartościowych oraz otoczenia tego rynku i przewidywania możliwych zmian nie tylko na rynku kapitałowym. Istotną alternatywą inwestycji kapitałowych są lokaty na rynku pieniężnym, a to zmusza do bacznej obserwacji kształtowania się stóp procentowych. Jeśli stopy procentowe kreowane przez bank centralny spadają, z reguły inwestycje w papiery wartościowe stają się bardziej atrakcyjne, kiedy natomiast rosną, powodują reakcje odwrotne. Dla inwestora szczególnie ważne jest przewidywanie możliwych zmian stóp procentowych z pewnym wyprzedzeniem i uwzględnianie ich w decyzjach inwestycyjnych. Z zagadnieniem tym łączy się ściśle potrzeba dostrzegania pojawiających się sygnałów, mających znaczenie krótkookresowe i długookresowe oraz właściwe ich interpretowanie.

Efektywność wybranej strategii inwestowania zależy również w dużym stopniu z jednej strony od przestrzegania jej zasad i dyscypliny inwestycyjnej, z drugiej od konfrontacji jej założeń z aktualną sytuacją na rynku, perspektywami jej zmian i w razie potrzeby także wprowadzania niezbędnych korekt, np. zmiany struktury portfela, horyzontu czasowego inwestycji a nawet rynku finansowego.

***Bibliografia***

- [1] Daniluk M. (2005); *Podstawy finansów*, WSM, Warszawa.
- [2] Daniluk M. (2005); *Rynek kapitałowy*, Bellona, Warszawa.
- [3] Dębski W. (2001); *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa.
- [4] Duwendag D., Ketterer K.H., Kusters W., Pohl R., Simmert D.B. (1995); *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa.
- [5] Ellis Ch. D. (1996); *Strategie inwestycyjne*, Liber, Warszawa.
- [6] Kulpaka P. (2007); *Giełdy w gospodarce*, PWE, Warszawa.
- [7] Ostrowska E. (2007); *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa.