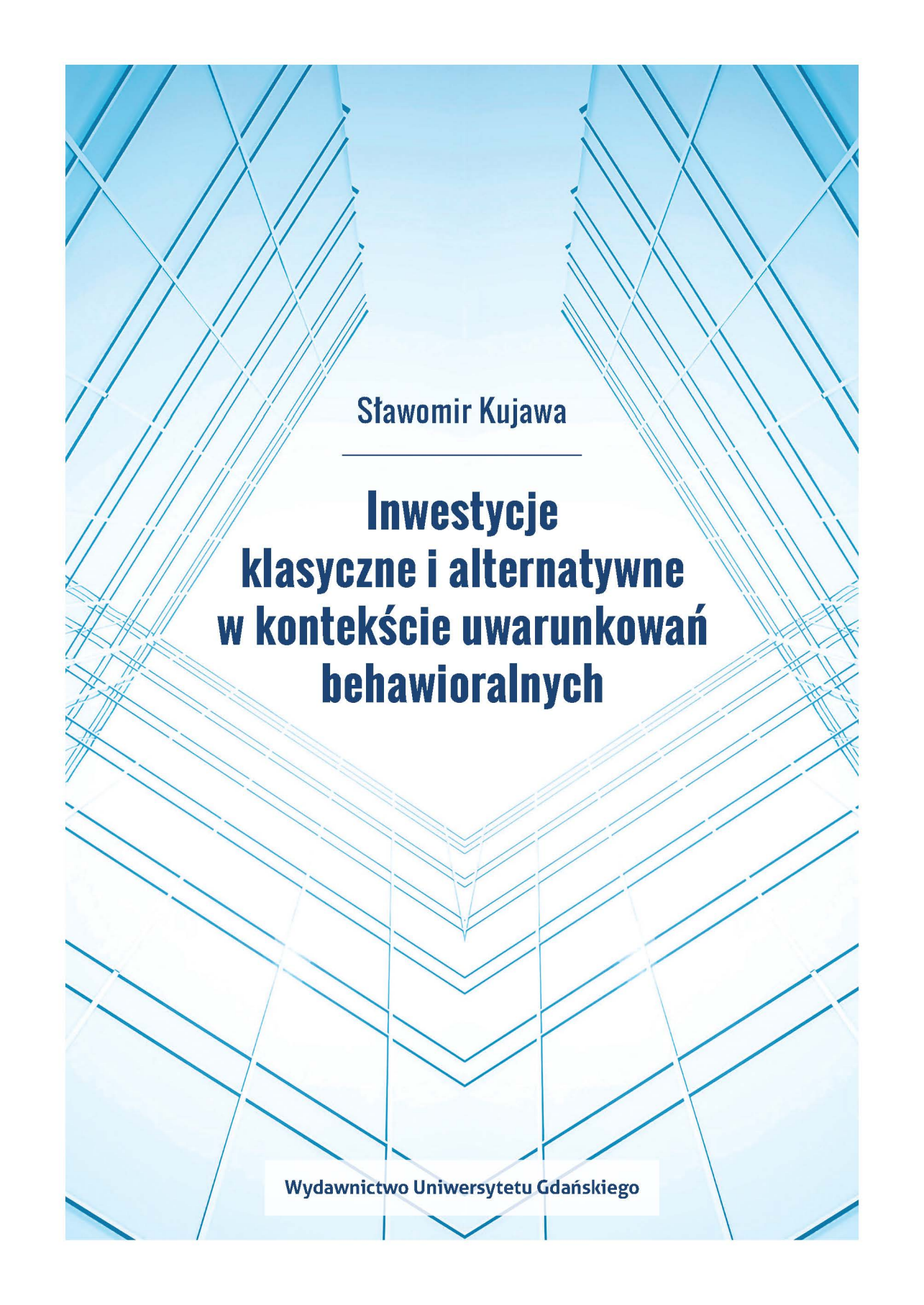




Sławomir Kujawa

**Inwestycje
klasyczne i alternatywne
w kontekście uwarunkowań
behawioralnych**

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

**Inwestycje
klasyczne i alternatywne
w kontekście uwarunkowań
behawioralnych**

Sławomir Kujawa

**Inwestycje
klasyczne i alternatywne
w kontekście uwarunkowań
behawioralnych**

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
Gdańsk 2020

Recenzent
dr hab. Agata Adamska, prof. SGH

Redakcja wydawnicza
Anna Herzog-Grzybowska

Korekta
Agnieszka Kołwzan

Projekt okładki i stron tytułowych
Joanna Śmidowicz

Skład i łamanie
Urszula Jędryczka

Publikacja sfinansowana ze środków
Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-113-0

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel./fax 58 523 11 37, tel. 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl
www.wyd.ug.edu.pl

Księgarnia internetowa: www.kiw.ug.edu.pl

Druk i oprawa
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. 58 523 14 49; fax 58 551 05 32

SPIS TREŚCI

WSTĘP	7
Rozdział 1. KLASYCZNY I ALTERNATYWNY PORTFEL INWESTYCYJNY	11
1.1. Istota globalnego rynku inwestycyjnego.	11
1.2. Rodzaje inwestycji klasycznych i alternatywnych na globalnym rynku inwestycyjnym	18
1.3. Specyfika inwestycji w pasje	34
1.4. Benchmarki na rynku inwestycji alternatywnych	44
1.5. Kryteria atrakcyjności inwestycji alternatywnych i ich wady	48
Rozdział 2. UWARUNKOWANIA BEHAWIORALNE ZACHOWAŃ INWESTORÓW I RYNKU INWESTYCYJNEGO	55
2.1. Ryzyko systemowe a uwarunkowania behawioralne	55
2.2. Emocje w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych	63
2.3. Istota i klasyfikacja zachowań inwestorów na rynku inwestycyjnym	69
2.4. Indeksy i wskaźniki oparte na psychologii rynków i inwestorów	77
2.5. Studia przypadków zachowań inwestorów na rynku inwestycyjnym	80
Rozdział 3. STOPY ZWROTU I RYZYKO INWESTYCJI KLASYCZNYCH I ALTERNATYWNYCH W UJĘCIU DŁUGOTERMINOWYM	84
3.1. Deskrypcja metody analizy danych statystycznych.	84
3.2. Budowa analizowanych portfeli inwestycyjnych	85
3.3. Kwantyfikacja stóp zwrotu i ryzyka inwestycji klasycznych w relacji do inwestycji alternatywnych w latach 2001–2019.	89
Rozdział 4. METODYKA ANALIZY ZDARZEŃ W BADANIU EFEKTYWNOŚCI PORTFELI INWESTYCYJNYCH	115
4.1. Efektywność rynków kapitałowych w kontekście analizy zdarzeń.	115
4.1.1. Poziomy efektywności rynku.	117
4.1.2. Odstępstwa od efektywności rynku	120
4.2. Dotychczasowe zastosowania metodyki analizy zdarzeń	125

4.3. Metodyka analizy zdarzeń w ujęciu tradycyjnym	130
4.3.1. Warunki kwalifikujące zdarzenie do udziału w badaniu	132
4.3.2. Dobór zdarzeń z lat 2001–2019 do badań empirycznych.	133
4.3.3. Procedura badawcza związana z ustaleniem długości okna zdarzenia oraz okna estymacyjnego	135
4.3.4. Mierniki nadwyżkowej i oczekiwanej stopy zwrotu w oknie zdarzenia	141
4.4. Zastosowanie miar bazujących na modelach rynku kapitałowego do kwantyfikacji efektywności inwestycji alternatywnych i klasycznych . . .	149
4.4.1. Miary efektywności Treynora, Sharpe’a i Jensena	149
4.4.2. Korzyści i ograniczenia wykorzystania miar w analizie zdarzeń.	151
4.5. Adaptacja metodyki analizy zdarzeń do pomiaru stóp zwrotu i ryzyka portfeli inwestycyjnych w kontekście wybranych zdarzeń na rynku inwestycyjnym	153
Rozdział 5. STOPY ZWROTU I RYZYKO INWESTYCJI KLASYCZNYCH I ALTERNATYWNYCH W RAMACH METODYKI ANALIZY ZDARZEŃ W UJĘCIU KRÓTKOTERMINOWYM	155
5.1. Kwantyfikacja stóp zwrotu i ryzyka inwestycji klasycznych w relacji do inwestycji alternatywnych w ramach metodyki analizy wybranych zdarzeń z lat 2001–2019	155
5.2. Ryzyko portfeli alternatywnych i portfela klasycznego w ramach metodyki analizy zdarzeń	172
5.3. Efektywność portfeli alternatywnych i portfela klasycznego w ramach metodyki analizy zdarzeń	175
5.4. Efektywność mierzona współczynnikiem Sharpe’a dla portfeli alternatywnych i portfela klasycznego w ramach metodyki analizy zdarzeń w podziale na wydarzenia o charakterze polityczno- -gospodarczym oraz terrorystycznym	177
5.5. Graficzna prezentacja efektywności badanych portfeli inwestycyjnych z zastosowaniem mapy ryzyko-stopu zwrotu i piramidalnego dysparytetu efektywności portfeli inwestycyjnych	181
WNIOSKI	187
ANEKS	189
1. Analiza porównawcza indeksu WIG oraz All Ordinaries w latach 2001–2019	189
2. Oddziaływanie pandemii COVID-19 na globalny rynek inwestycyjny.	192
BIBLIOGRAFIA	196
SPIS RYSUNKÓW	209
SPIS TABEL	212

WSTĘP

Turbulencje na giełdach papierów wartościowych w ostatnich dwóch dekadach spowodowały wzrost zainteresowania alternatywnymi formami inwestowania. Zwiększone ryzyko inwestycyjne na rynku kapitałowym skłoniło wielu inwestorów do poszukiwania innych form pomnażania kapitału, częściowo niezależnych od zmian koniunkturalnych.

Pojęcie inwestycji alternatywnych i klasycznych jest różnie definiowane w literaturze przedmiotu. Dla potrzeb niniejszej publikacji przyjęto założenie, że inwestycje alternatywne to wszystkie aktywa inwestycyjne, które nie polegają na inwestowaniu w akcje, obligacje lub inne składniki inwestycyjne należące do instrumentów rynku pieniężnego. W monografii opisano inwestycje alternatywne w postaci portfeli inwestycyjnych rozumianych jako zbiór różnych aktywów alternatywnych w relacji do portfela klasycznego, z uwzględnieniem różnych uwarunkowań behawioralnych. Uwarunkowania te zdefiniowano jako okoliczności mające na coś wpływ. Wobec tego przyjęto założenie, że uwarunkowania behawioralne zachowań inwestorów i rynków to stymulanty o podłożu psychologiczno-socjologicznym oddziałującym na decyzje inwestycyjne, np. takie jak niezapowiedziane zdarzenia. Dlatego też nadrzędnym bodźcem do podjęcia tematyki była chęć zbadania zachowań inwestorów na globalnym rynku inwestycyjnym z uwzględnieniem wybranych zdarzeń, których skutkiem mogą być mniejsze lub większe zmiany cen poszczególnych aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych.

Publikacja odnosi się do badań skutków ograniczonej racjonalności, preferencji społecznych oraz braku samokontroli w efekcie różnych niezapowiedzianych wydarzeń wpływających na indywidualne decyzje, a w konsekwencji na osiągnięte stopy zwrotu na poszczególnych rynkach inwestycyjnych. Aktualność tematu

monografii potwierdza przyznanie Richardowi Thalerowi nagrody Nobla w 2017 roku za wkład w dziedzinę finansów behawioralnych¹.

Głównym celem autora była m.in. syntetyczna prezentacja współczesnych zagadnień związanych z finansami behawioralnymi oraz zbadanie współzależności występujących na styku finansów (decyzje inwestycyjne w obszarze aktywów, również alternatywnych) i psychologii (aspekty behawioralne zachowań inwestorów).

Nadrzędną intencją autora była również próba zaprezentowania oddziaływania emocji na globalnym rynku inwestycyjnym na portfele alternatywne w odniesieniu do portfela benchmarkowego, z uwzględnieniem metod oceny ich atrakcyjności na podstawie osiągnięć literatury światowej. W pracy zamieszczono liczne przykłady empiryczne w formie graficznej i liczbowej w celu zwiększenia przejrzystości przekazu i użyteczności prezentowanych metod oceny.

W monografii wykorzystano dwie metody. Pierwsza z nich to analiza danych statystycznych dotyczących portfeli inwestycyjnych z lat 2001–2019. Stanowi ona jedynie tło i preludium do metody analizy zdarzeń, nazywanej również w literaturze przedmiotu analizą wydarzeń. Rekomendowana przez Henryka Gurgula metodyka analizy zdarzeń wydaje się metodą najbardziej dopasowaną do pomiaru wpływu wybranych wydarzeń niezapowiedzianych z lat 2001–2019 na notowania cen poszczególnych aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych. Szczegółowy przegląd literatury przedmiotu daje solidne podstawy do wnioskowania, iż analiza zdarzeń to najwłaściwsza metoda do weryfikacji oddziaływania zdarzeń na notowania cen lub wartości poszczególnych składników podlegających badaniu. W publikacji przyjęto hipotezę częściowej efektywności rynku (*efficient market hypothesis*) prowadzącą do podstawowego wniosku, że jeśli dane zdarzenie jest ważne, to powinno znaleźć niemalże natychmiastowe odzwierciedlenie w cenie waloru.

Struktura niniejszej publikacji podporządkowana jest rozwinięciu wątków związanych z teorią i badaniami empirycznymi portfeli inwestycyjnych.

W rozdziale pierwszym dokonano prezentacji inwestycji alternatywnych na globalnym rynku inwestycyjnym. Podjęto również próbę zdefiniowania inwestycji klasycznych oraz alternatywnych (w podziale na alternatywne finansowe oraz alternatywne rzeczowe). Rozdział pierwszy stanowi fundament teoretyczny, na którego bazie opracowano zagadnienie portfeli inwestycyjnych.

Rozdział drugi poświęcono w całości aspektowi behawioralnemu inwestorów oraz globalnego rynku inwestycyjnego. Zawarto w nim m.in. charakterystykę zachowań inwestorów i rynku stworzoną na podstawie literatury przedmiotu

¹ The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2017, <http://www.nobel-prize.org> [dostęp: 30.04.2020].

z zakresu psychologii, socjologii i finansów behawioralnych. Dodatkowo sprecyzowano nomenklaturę uwarunkowań behawioralnych przyjętą w monografii oraz rangę oddziaływania na ryzyko systemowe. Rozdział drugi stanowi swego rodzaju zbiór wiedzy z zakresu finansów behawioralnych.

W rozdziale trzecim zaprezentowano budowę trzech portfeli inwestycyjnych, które wykorzystano do przeprowadzenia badań empirycznych w celu analizy osiąganych stóp zwrotu i ryzyka portfeli inwestycyjnych w ujęciu długoterminowym. W tym samym rozdziale dokonano analizy danych statystycznych portfeli alternatywnych (rzeczowego i finansowego) w odniesieniu do portfela benchmarkowego, tj. klasycznego.

W rozdziale czwartym przedstawiono ujęcie teoretyczne tradycyjnych metod analizy zdarzeń znane z literatury przedmiotu. Duża część rozdziału związana jest z tematyką odstępstw od zachowań racjonalnych inwestorów (emocje inwestorów), które były przedmiotem badań noblistów, m.in. Richarda Thaler'a oraz Daniela Kahnemana. W tymże rozdziale omówiono także aspekty związane z wykorzystaniem miar bazujących na modelach rynku kapitałowego, niezbędne do kwantyfikacji efektywności inwestycji alternatywnych i klasycznych z jednoczesnym uwzględnieniem korzyści oraz ograniczeń, jakie niosą ze sobą.

W rozdziale piątym wykorzystano metodę analizy zdarzeń do pomiaru nadwyżkowych stóp zwrotu portfela inwestycji klasycznych oraz portfeli inwestycji alternatywnych (finansowego oraz rzeczowego) w ujęciu krótkoterminowym, w konsekwencji wybranych 21 wydarzeń nagłych o charakterze polityczno-gospodarczym oraz terrorystycznym z lat 2001–2019.

Na końcu zaprezentowano wnioski bazujące na teorii i empirii, które zostały przedstawione we wcześniejszych rozdziałach publikacji.

Dodatkowo monografię wzbogacono o dwa aneksy zawierające badania empiryczne dotyczące oddziaływania koronawirusa na analizowane portfele inwestycyjne oraz analizę porównawczą polskiego indeksu WIG oraz australijskiego indeksu All Ordinaries. Autor chciał zaprezentować szerszemu gronu oddziaływanie globalnej pandemii COVID-19 na analizowane portfele inwestycyjne. Dodatkowo zainteresowania autora publikacji australijską giełdą papierów wartościowych doprowadziły do zamieszczenia skróconej analizy porównawczej stóp zwrotu w badanym okresie z giełdy polskiej oraz australijskiej.

Zawarte w publikacji subiektywne wnioski i spostrzeżenia nie mają służyć jako rekomendacja inwestowania w jakiegokolwiek instrumenty finansowe ukierunkowane na pomnażanie zainwestowanego kapitału. W przypadku gdy czytelnik odczuje potrzebę takiego doradztwa, winien zasięgnąć rady u wykwalifikowanego doradcy inwestycyjnego. Informacje i dane zawarte w monografii są udostępniane tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i nie mogą stanowić podstawy

do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Przedstawione wyniki mają charakter historyczny i autor nie gwarantuje osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości.

Monografia jest adresowana do studentów uczelni ekonomicznych, uniwersytetów i politechnik oraz słuchaczy studiów podyplomowych specjalizujących się w finansach behawioralnych, a także do analityków i inwestorów aktywnych na globalnym rynku finansowym.

Dziękuję wszystkim, którzy wspierali mnie w procesie powstawania tej publikacji. Szczególne podziękowania składam mojej żonie Monice.

Sławomir Kujawa

Rozdział 1

KLASYCZNY I ALTERNATYWNY PORTFEL INWESTYCYJNY

1.1. Istota globalnego rynku inwestycyjnego

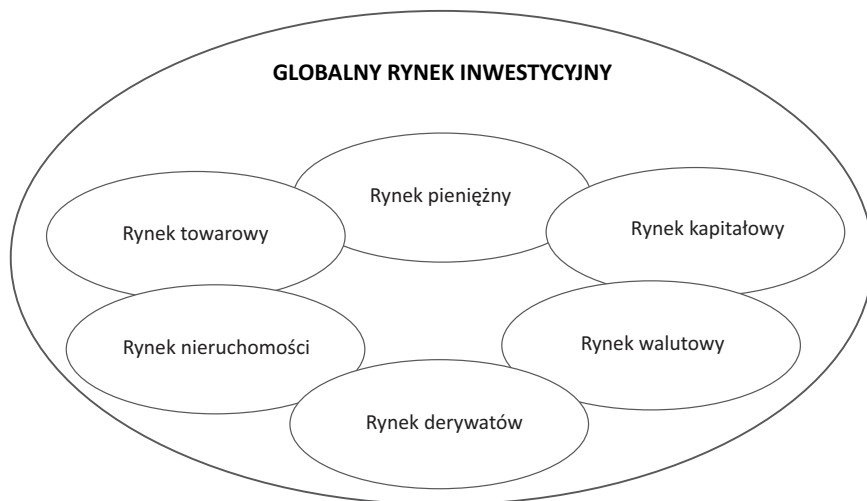
Na rynku inwestycyjnym dokonywane są obroty różnymi instrumentami o charakterze finansowym oraz niefinansowym (rzeczowym). Wiedza na temat funkcjonowania rynku inwestycyjnego stała się ważnym atrybutem inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych. Znajomość funkcjonowania rynków inwestycyjnych stanowi również fundament w procesie budowy portfeli inwestycyjnych. Podstawą przejścia do szczegółowej klasyfikacji składników inwestycyjnych jest właściwe zdefiniowanie globalnego rynku inwestycyjnego.

Zgodnie z definicją rynek to „w znaczeniu dosłownym – miejsce spotkań w celu dokonania transakcji zakupu i sprzedaży towarów; w znaczeniu przenośnym, najczęściej obecnie używanym – zespół wszystkich kupujących i sprzedających, których decyzje są wzajemnie od siebie uzależnione, kształtują podaż i popyt oraz wpływają na poziom cen”². Przez globalny rynek inwestycyjny należy zatem rozumieć rzeczywiste lub wirtualne miejsce spotkań inwestorów w celu dokonania transakcji zakupu lub sprzedaży instrumentów o charakterze finansowym lub rzeczowym.

Rynki wchodzące w skład globalnego rynku inwestycyjnego można klasyfikować według rozmaitych kryteriów. Najczytelniejszym jest podział według kryterium przedmiotu handlu. Rynek inwestycyjny ma wymiar globalny. Ze względu na przedmiot handlu wyróżnia się m.in. rynek pieniężny, kapitałowy, nieruchomości, towarowy, walutowy czy derywatów. Globalne zmiany oraz kryzysy na rynkach finansowych stały się wyznacznikiem preferencji inwestorów

² *Mała encyklopedia ekonomiczna*, red. T. Bubalfo, M. Bednarkiewicz, wyd. 2 zm., PWE, Warszawa 1974, s. 723.

i przyczyną prowadzącą do wzrostu zainteresowania dywersyfikacją portfeli inwestycyjnych z uwzględnieniem ich udziału w poszczególnych rynkach. Globalizacja rynków tworzy tak zwaną organiczną całość procesów zachodzących na poszczególnych rynkach (rys. 1.1) oraz prowadzi do utraty tożsamości narodowej poszczególnych rynków.



Rysunek 1.1. Podział globalnego rynku inwestycyjnego według kryterium przedmiotu handlu

Źródło: opracowanie własne.

Globalizacja rynku inwestycyjnego polega również na kreowaniu globalnych segmentów rynku oraz klientów mających podobne potrzeby inwestycyjne. Główne przyczyny globalizacji rynku inwestycyjnego są następujące³:

- liberalizacja przepływu usług oraz kapitału,
- standaryzacja oraz unifikacja rynków, np. poprzez wdrażanie tożsamyh systemów operacyjnych, transakcyjnych,
- rozwój funduszy (emerytalnych, ubezpieczeniowych oraz inwestycyjnych) oraz powstanie nowych, eksperckich instrumentów finansowych,
- wspólna waluta w Unii Europejskiej (unia walutowa),
- dostęp do informacji w trybie online oraz szybki jej przepływ,

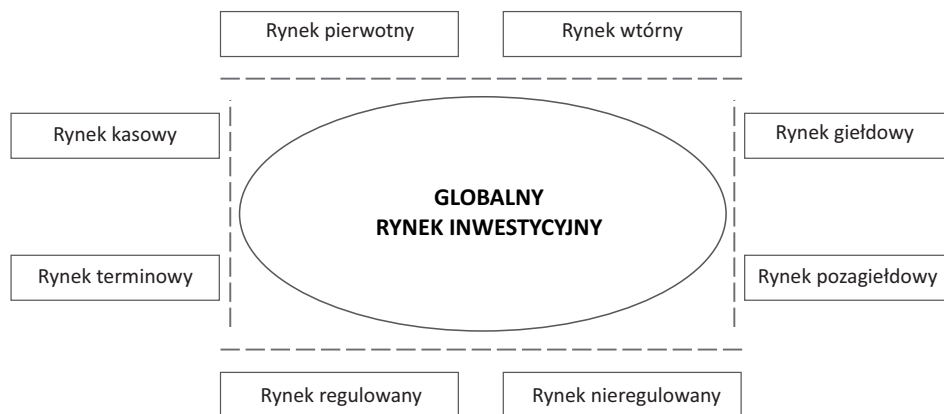
³ T. Sporek, *Nowy wymiar globalizacji i problemów globalnych*, „Prace Naukowe. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach” 2015, s. 13–42; K. Rybiński, *Globalizacja w trzech odsłonach*, Difin, Warszawa 2007, s. 3–163; T. Sporek, *Wpływ kryzysu finansowego na globalizację gospodarki światowej. Diagnoza i konsekwencje dla Polski*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2010, s. 76–82; S. Flejterski, P.T. Wahl, *Ekonomia globalna. Synteza*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2003, s. 38–41.

- spadek kosztów transakcyjnych,
- rozwój rynku technologii finansowych (FinTech).

W literaturze światowej wskazuje się na wiele zagrożeń będących następstwem globalizacji rynku inwestycyjnego, do których można zaliczyć⁴:

- konflikty wynikające z kurczenia się zasobów naturalnych,
- katastrofy ekologiczne,
- wzrost przestępczości zorganizowanej,
- wzrost przestępstw internetowych.

Analiza rysunku 1.1 wskazuje na to, że rynki przenikają się i nachodzą na siebie, tworząc jedną spójną całość w postaci globalnego rynku inwestycyjnego. Chcąc scharakteryzować składniki inwestycyjne związane z poszczególnymi rynkami, należy poznać niuanse poszczególnych rynków. Na rysunku 1.1 zaprezentowano podział rynku inwestycyjnego według kryterium przedmiotu handlu, natomiast na rysunku 1.2 przedstawiono szczegółowy podział globalnego rynku inwestycyjnego ze względu na kryterium miejsca zawieranych transakcji.



Rysunek 1.2. Podział globalnego rynku inwestycyjnego według kryterium miejsca handlu

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, PWN, Warszawa 2010, s. 19.

Przykładowo na rynkach pierwotnych akcje są wprowadzane do obrotu, co pozwala m.in. przedsiębiorstwom pozyskać w ten sposób kapitał. Na rynkach wtórnych inwestorzy indywidualni oraz instytucjonalni obracają papierami wartościowymi, które są już dostępne w obrocie, np. akcje. Rynek inwestycyjny może być rynkiem regulowanym, np. NYSE (New York Stock Exchange), GPW (Giełda

⁴ T. Wawak, *Zmieniające się przedsiębiorstwa w zmieniającej się politycznej Europie*, t. 3, Wydawnictwo Informacji Ekonomicznej, Uniwersytet Jagielloński, Kraków 2010, s. 120.

Papierów Wartościowych w Warszawie), oraz nieregulowanym, nazywanym inaczej pozagiełdowym lub w skrócie OTC (*over-the-counter*), do którego zaliczyć można np. rynek walutowy nazywany FOREX (Foreign Exchange Market) lub rynek walut wirtualnych. Rynek FOREX jest największym rynkiem na świecie, gdyż codziennie są na nim zawierane transakcje o wartości przekraczającej 5 bln dol. amerykańskich⁵. Globalny rynek inwestycyjny dzieli się również na rynek transakcji kasowych oraz terminowych. Na rynku kasowym transakcje kupna-sprzedaży aktywów dokonywane są natychmiast (maksymalnie w okresie kilku dni), natomiast na rynku terminowym strony transakcji umawiają się, że w konkretnym dniu dokonają kupna lub sprzedaży określonego składnika inwestycyjnego w ustalonej cenie i terminie w przyszłości (np. za tydzień, za miesiąc lub za kilka miesięcy itp.). Globalny rynek inwestycyjny można również podzielić na:

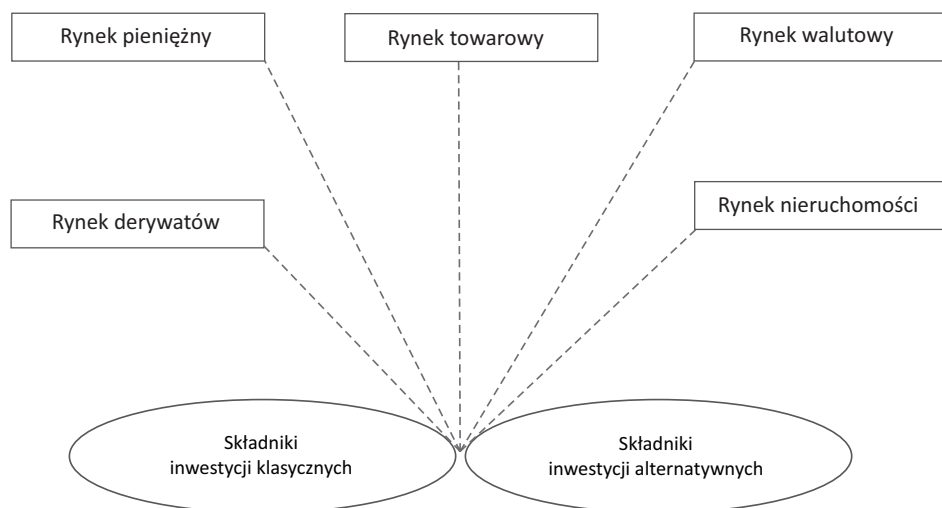
- rynek publiczny, na którym propozycja nabycia instrumentów finansowych jest kierowana do minimum 150 inwestorów (bez względu na formę kierowania takiej oferty, czy to jest oferta imienna, czy też nie),
- rynek prywatny, inaczej nazywany niepublicznym, na którym propozycja nabycia instrumentów finansowych kierowana jest do wąskiego grona nieprzekraczającego 150 inwestorów.

Aspekt globalnego rynku inwestycyjnego nie bez powodu został poruszony w niniejszej monografii. W XXI wieku zachowania inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych uzależnione są od nastrojów panujących na poszczególnych rynkach. Rynek inwestycyjny należy rozpatrywać w aspekcie globalnym, a nie lokalnym. Propozycja podziału rynków ze względu na dwa kryteria zawarte na rysunkach 1.1 oraz 1.2 stanowi tło oraz fundament do szczegółowej analizy składników inwestycyjnych występujących na globalnym rynku inwestycyjnym. Ze względu na obszerność tematyki poszczególnych rynków w literaturze przedmiotu zrezygnowano ze szczegółowego omawiania każdego rynku z osobna. W publikacji jednym z kluczowych celów jest prezentacja inwestycji alternatywnych względem inwestycji klasycznych na globalnym rynku inwestycyjnym. Często w literaturze przedmiotu zamiennie jest stosowana nomenklatura rynku inwestycyjnego oraz rynku finansowego. W opinii autora niniejszej monografii nazewnictwo ze względu na zakres przedmiotowy nie może być stosowane zamiennie. Rynek finansowy jest pojęciem węższym aniżeli rynek inwestycyjny, gdyż na rynku inwestycyjnym dostępne są zarówno instrumenty finansowe, jak i rzeczowe, czyli takie, które wykraczają poza segment rynku finansowego.

Wracając do analizy rysunku 1.2, należy zauważyć, że główną różnicą między rynkiem pieniężnym a kapitałowym jest termin płatności za instrument (finansowy

⁵ Daily average FX turnover peaked at \$5 trillion in September, BIS estimates, <http://www.euromoney.com> [dostęp: 3.03.2019].

lub rzeczowy). Rynek pieniężny tworzą instrumenty o wysokiej płynności, krótkoterminowe, z terminem wykupu do jednego roku, natomiast rynek kapitałowy to rynek instrumentów średnioterminowych oraz długoterminowych, z terminem wykupu przekraczającym rok⁶. Warto w tym miejscu zdefiniować, czym są składniki inwestycji klasycznych oraz alternatywnych, w czym pomoże rysunek 1.3.



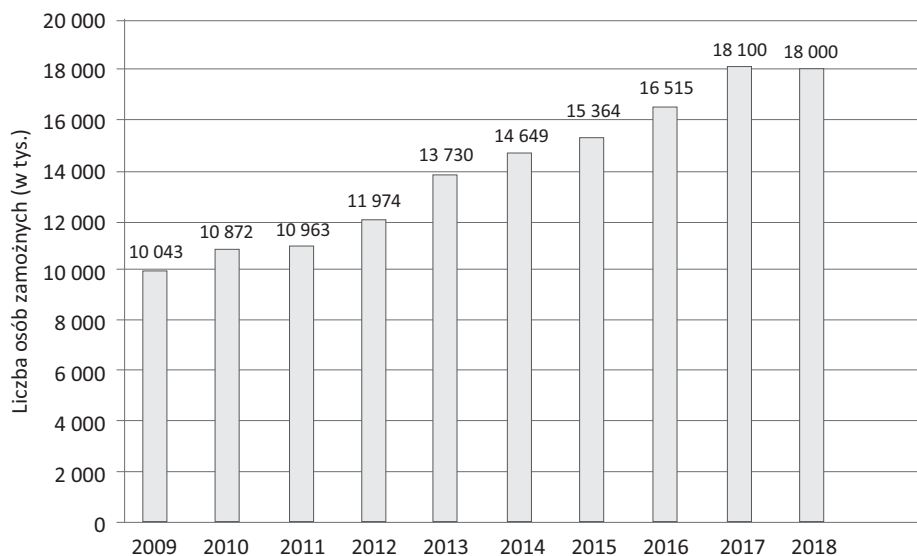
Rysunek 1.3. Składniki inwestycji klasycznych i alternatywnych na globalnym rynku inwestycyjnym

Źródło: opracowanie własne.

W literaturze przedmiotu znajdują się różnorodne definicje inwestycji klasycznych i alternatywnych zawierające mniej lub bardziej trafne próby zdefiniowania i wyznaczenia granic pomiędzy poszczególnymi komponentami. Grupę instrumentów klasycznych stanowią najczęściej akcje, obligacje oraz instrumenty pieniężne, np. bony skarbowe. Kryzysy finansowe spowodowały wzrost ryzyka inwestycyjnego na rynku akcji i obligacji, czyli tak zwanych inwestycji tradycyjnych, i skutkowały rekordowo niskimi stopami zwrotu na wielu rynkach kapitałowych na świecie (np. w 2008 r.). Osiąganie przez wielu inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych ujemnych stóp zwrotu z aktywów klasycznych skierowało uwagę inwestujących na aktywa alternatywne. Wzrost zainteresowania składnikami alternatywnymi został również pobudzony rosnącą liczbą zamożnych inwestorów, co potwierdza rosnący współczynnik HNWI (High Net Worth

⁶ Z. Fedorowicz, *Rynki finansowe* [w:] *Bankowość, Podręcznik akademicki*, red. W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, wyd. 2, Poltext, Warszawa 2001, s. 185–191.

Individuals), który w skrócie oznacza liczbę osób posiadających majątek na poziomie minimum 1 mln dolarów amerykańskich⁷. Liczba zamożnych osób na świecie według *World Wealth Report* wyniosła na koniec 2018 roku aż 18 mln osób, co przedstawia rysunek 1.4.



Rysunek 1.4. High Net Worth Individuals w latach 2009–2018

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *World Wealth Report*, www.worldwealthreport.com [dostęp: 22.12.2019].

Liczba osób zamożnych na świecie, posiadających aktywa o wartości przewyższającej 1 mln dolarów w perspektywie dziesięciu lat (od 2009 do 2018 r.) wzrosła o ponad 8 mln. Wzrost HNWI *population* stanowił solidny fundament do rozwoju produktów/usług z kategorii inwestycji alternatywnych dla tradycyjnych/klasycznych instrumentów finansowych, np. takich jak akcja czy obligacja. Inwestycje alternatywne uzupełniały nie tylko potrzeby związane z pomnażaniem majątku, ale często spełniały funkcję na przykład terapeutyczną (posiadanie obrazu znanego artysty może polepszyć samopoczucie oraz daje możliwość pochwalenia się nim wśród znajomych). Literatura przedmiotu definiuje składniki inwestycji alternatywnych w następujący sposób:

1. Aktywa alternatywne to takie, które mają odmienną stopę zwrotu oraz ryzyko w porównaniu do aktywów tradycyjnych, takich jak akcja lub obligacja. Richard Stolz zwraca również uwagę, iż nie ma znaczenia postać, w jakiej wy-

⁷ *World Wealth Report 2020*, <http://www.worldwealthreport.com> [dostęp: 22.12.2019].

stępują inwestycje alternatywne (czy jest to fundusz hedgingowy, ETF czy też złoto)⁸.

2. Składniki alternatywne odnoszą się do szerokiej gamy produktów i usług finansowych, które nie zaliczają się do klasycznych, takich jak akcje, obligacje lub klasyczne fundusze inwestycyjne (przez fundusze klasyczne należy rozumieć fundusze oparte na tradycyjnych instrumentach finansowych, takie jak papiery udziałowe przedsiębiorstw, lub oparte na rynku akcji, indeksie, np. WIG, S&P itp.). Do tej grupy zalicza się fundusze *hedge*, produkty strukturyzowane, fundusze funduszy, fundusze *private equity*, konta zarządzane, nieruchomości, surowce oraz nową generację instrumentów pochodnych⁹.

Warto zwrócić uwagę, iż na każdym rynku występują zarówno składniki inwestycji klasycznych, jak i alternatywnych (rys. 1.3). Przykładowo na rynku nieruchomości inwestorzy mogą nabywać aktywa inwestycyjne w formie tradycyjnej (klasycznej) w postaci zakupu akcji na giełdzie papierów wartościowych firmy deweloperskiej, jak również w alternatywnej wersji poprzez fizyczny zakup nieruchomości z jednoczesnym zamiarem jej odsprzedaży z określonym zyskiem w przyszłości. Tylko i wyłącznie na potrzeby niniejszej monografii przyjęto założenie, że inwestycje alternatywne to wszystkie inne aktywa inwestycyjne, które nie polegają na inwestowaniu w akcje czy obligacje lub inne składniki inwestycyjne należące do grona instrumentów rynku pieniężnego (zaliczamy do nich bony skarbowe, bony pieniężne, weksle, krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe przedsiębiorstw z terminem zapadalności do jednego roku, depozyty międzybankowe, certyfikaty depozytowe¹⁰). Te aktywa nazywane są bowiem inwestycjami klasycznymi, tradycyjnymi. Granice pomiędzy rynkami wchodzącymi w skład globalnego rynku inwestycyjnego są płynne i różnie definiowane zarówno w literaturze krajowej, jak i światowej. Ważnym aspektem w monografii stało się zatem doprecyzowanie pojęcia inwestycji klasycznych oraz alternatywnych, gdyż w ostatnich latach z powodu intensyfikacji zainteresowań inwestorów aktywami alternatywnymi definicja składników alternatywnych przechodzi modyfikację w literaturze przedmiotu.

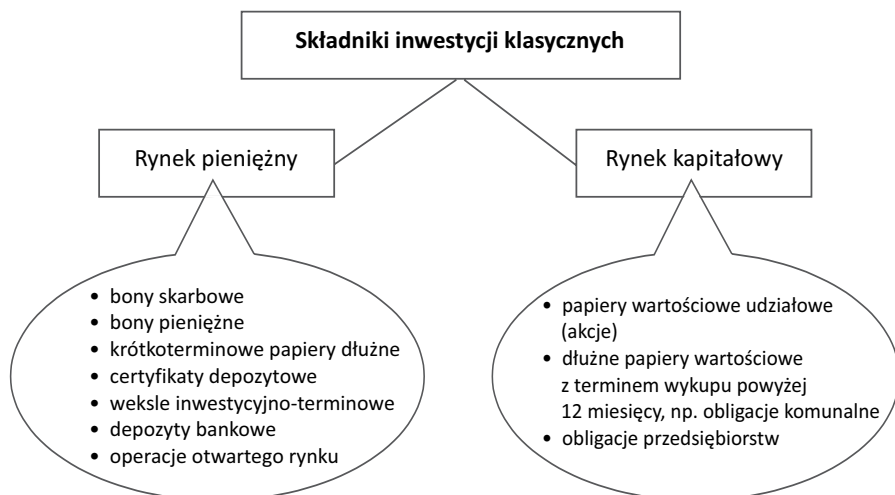
⁸ R. Stolz, *Finding alternative investments that make sense to your clients*, „Journal of Financial Planning” 2010, Vol. 23, s. 24–31.

⁹ M. Mikita, W. Pełka, *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2009, s. 9–15.

¹⁰ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 1–230; J. Mojek, *Prawo papierów wartościowych*, Lexis Nexis, Warszawa 2004, s. 1–15; S. Owsiak, *Finanse*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2015 (rozdz. 13); S. Soroczyński, M. Witek, W. Migas, *Instrumenty finansowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999; U. Banaszcak-Sokora, *Rynki finansowe. Organizacja, instytucje, uczestnicy*, C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 13–35.

1.2. Rodzaje inwestycji klasycznych i alternatywnych na globalnym rynku inwestycyjnym

Jak już wspomniano w poprzednim podrozdziale, przedmiotem obrotu na globalnym rynku inwestycyjnym są zarówno aktywa klasyczne, jak i alternatywne. Składniki inwestycyjne można systematyzować m.in. według kryterium przedmiotu handlu oraz miejsca handlu. Wśród składników inwestycji klasycznych na rynku pieniężnym oraz kapitałowym można wyróżnić wiele aktywów, które szczegółowo zostały przedstawione na rysunku 1.5. W celu wykonania i zaprezentowania badań empirycznych w dalszej części monografii spośród przedstawionych aktywów z rynku kapitałowego wykorzystano udziałowe papiery wartościowe, jakimi są akcje, w formie skondensowanej, czyli w postaci indeksów giełdowych. Indeksy z najważniejszych giełd papierów wartościowych na świecie były bowiem fundamentem portfela klasycznego. Specyfika indeksów wchodzących w skład portfela klasycznego polega na tym, że stanowią one benchmark do analizowanych składników alternatywnych, które są podstawą budowy portfeli alternatywnych (w podziale na portfel finansowy i rzeczowy).



Rysunek 1.5. Przykłady składników inwestycji klasycznych na rynku pieniężnym i kapitałowym

Źródło: opracowanie własne.

Rodzaje aktywów alternatywnych znane z literatury to aktywa alternatywne finansowe oraz rzeczowe (nazywane również aktywami niefinansowymi). Aktywa

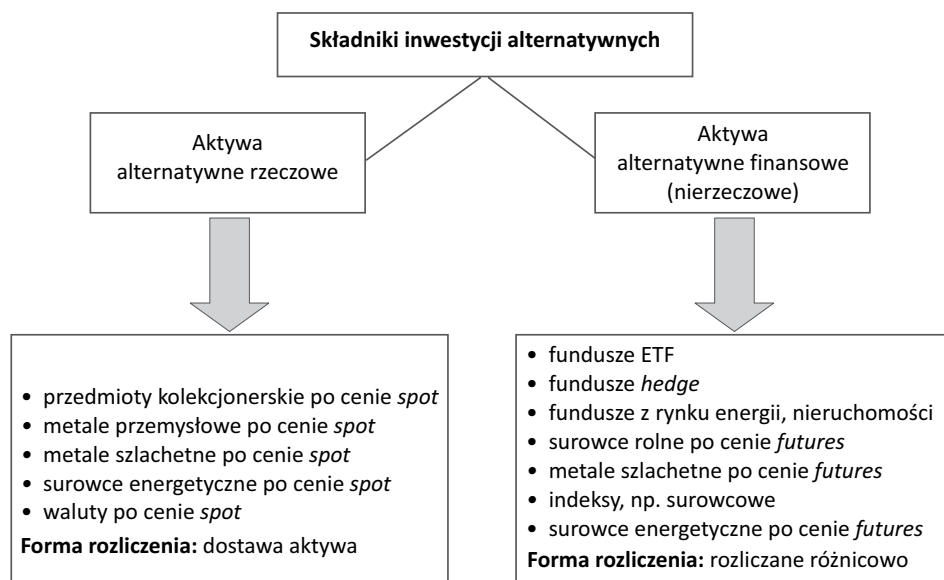
finansowe to inwestycje, które można bardzo łatwo przekształcić w formę gotówkową i które posiadają zdematerializowaną formę, np. fundusze inwestycyjne otwarte, surowce energetyczne. Aktywa niefinansowe natomiast to na przykład nieruchomości, wino inwestycyjne. Tylko i wyłącznie na potrzeby przeprowadzenia badań w monografii przyjęto autorskie założenie, że przez aktywa alternatywne rzeczowe należy rozumieć składniki inwestycyjne wyceniane po cenie *spot* (kasowej), których cechą wspólną najczęściej jest ich fizyczna dostawa. Natomiast aktywa alternatywne finansowe to pozostałe inwestycje nienależące do grupy inwestycji rzeczowych, wyceniane po cenie *futures*, rozliczane różnicowo. Kontrakty terminowe typu *futures* są swoistą spekulacją, czyli zakładem pomiędzy sprzedającym a kupującym. Dodatkowo do tej grupy inwestycji alternatywnych finansowych autor monografii zaliczył również mające formę zdematerializowaną indeksy surowcowe oraz fundusze inwestycyjne (FIO, FIZ, ETF, *hedge*) oparte na rynku energii i nieruchomości. Szczegółowy podział na rodzaje aktywów alternatywnych przedstawiono na rysunku 1.6. Celem takiego podziału było zaprezentowanie zachowań inwestorów na rynku kasowym oraz na rynku instrumentów pochodnych, bowiem pomiędzy poszczególnymi rynkami można zaobserwować różnicę w zachowaniach inwestorów. Warto zaznaczyć, że intencją autora było dokonanie analizy porównawczej inwestycji klasycznych oraz alternatywnych, zaś ich podział na alternatywne finansowe i rzeczowe wynika jedynie z chęci pogłębienia weryfikacji zachowań inwestorów na rynku kasowym i terminowym, opartych na odmiennych formach rozliczenia aktywów – dostawnej (rynek kasowy) vs. rozliczanej różnicowo (rynek terminowy).

Część składników inwestycyjnych na globalnym rynku inwestycyjnym może występować jako składnik alternatywny rzeczowy lub finansowy (rys. 1.6). Uzależnienie przynależności do grupy aktywów finansowych lub rzeczowych wynika z typu transakcji, a mianowicie tego, czy operacja ma charakter rzeczywisty, czy pochodny (wyróżnikiem jest cena *spot/futures* oraz forma rozliczenia kontraktu). Narodowy Bank Polski zdefiniował *futures* jako transakcję pochodną, czyli umowę pomiędzy kupującym (lub sprzedającym) a giełdą lub izbą rozliczeniową, na podstawie której kupujący (lub sprzedający) zobowiązuje się do kupna (lub sprzedaży) określonego instrumentu bazowego za z góry określoną cenę w ściśle określonym terminie. Cena, według której rozliczana będzie transakcja w przyszłości, nazywana jest ceną terminową (*futures price*), zaś dzień, w którym strony zobowiązane są do przeprowadzenia transakcji, nazywany jest datą rozliczenia (*settlement date*) lub najczęściej datą dostawy (*delivery date*)¹¹.

¹¹ *Futures*, <http://www.nbportal.pl/slownik/pozycje-slownika/futures> [dostęp: 8.07.2017].

Rodzaje składników inwestycji alternatywnych na globalnym rynku inwestycyjnym:

1. Inwestycje w pasje:
 - przedmioty kolekcjonerskie (jachty, stare samochody, antyki, monety kolekcjonerskie, książki),
 - alkohole (whisky, wino),
 - dzieła sztuki (obrazy, rzeźby),
 - kamienie szlachetne (diamenty).
2. Inwestycje w waluty:
 - waluty rzeczywiste (USD, EUR, JPY, GBP),
 - waluty wirtualne (*bitcoin, dash, ethereum*).
3. Inwestycje w surowce:
 - surowce rolne (pszenica, kukurydza),
 - surowce energetyczne (olej opałowy, ropa naftowa),
 - metale przemysłowe (cyna, cynk, miedź),
 - metale szlachetne (złoto, srebro, platyna).
4. Inwestycje w nieruchomości:
 - grunty, budynki komercyjne, budynki mieszkalne.
5. Fundusze inwestycyjne oparte o inwestycje w:
 - pasje, waluty, surowce, nieruchomości.



Rysunek 1.6. Przykłady składników inwestycji alternatywnych rzeczowych i finansowych

Źródło: opracowanie własne

Sławomir Kujawa – doktor nauk ekonomicznych, adiunkt w Katedrze Bankowości i Finansów na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego z kilkunastoletnim doświadczeniem w sektorze bankowym, którym chętnie się dzieli na wykładach dydaktycznych, m.in. z rynków finansowych, portfela inwestycyjnego czy też analizy instrumentów pochodnych. Autor publikacji na temat finansów behawioralnych, finansów osobistych, inwestycji. Pasjonat inwestowania pasywnego.

W monografii została zawarta pogłębiona analiza ważnego i aktualnego problemu: inwestycji portfelowych, uwzględniających różnorodne klasy aktywów oraz wpływu uwarunkowań behawioralnych na efektywność tych inwestycji. Niewątpliwą zaletą publikacji jest warstwa empiryczna zawierająca drobiazgowo przygotowaną metodykę i wyniki bardzo szeroko zakrojonych badań.

Z recenzji dr hab. Agaty Adamskiej, prof. SGH



Wydawnictwo
Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-113-0