

Spis treści

Przedmowa do wydania polskiego	/ 15
Przedmowa do wydania amerykańskiego	/ 17
O autorach	/ 20
Ramy książki	/ 21

I INWESTYCJE / 23

1 OKREŚLANIE INWESTYCJI	/ 27
Czym jest inwestycja?	/ 28
Pomiar zwrotu z inwestycji i jej ryzyka	/ 30
Pomiar historycznej stopy zwrotu z inwestycji	/ 30
Pomiar oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji	/ 35
Pomiar ryzyka a oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji	/ 39
Pomiar ryzyka a historyczna stopa zwrotu z inwestycji	/ 41
Ustalanie oczekiwanych stóp zwrotu z inwestycji	/ 41
Realna stopa zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka	/ 43
Czynniki wpływające na nominalną stopę zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka	/ 43
Premia za ryzyko inwestycji	/ 47
Premia za ryzyko inwestycji i teoria portfelowa	/ 50
Ryzyko łączne a ryzyko systematyczne	/ 50
Podsumowanie rozważań na temat oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji	/ 51

Relacja ryzyko–zwrot inwestycji / 52Zmiana położenia inwestycji na *SML* / 53Zmiany nachylenia *SML* / 54*SML* a zmiany: warunków funkcjonowania rynku kapitałowego, oczekiwanej stopy inflacji lub oczekiwanej stopy wzrostu gospodarczego / 56

Podsumowanie rozważań na temat relacji ryzyko–zwrot inwestycji / 57

2 ALOKACJA ZASOBÓW / 66**Cykl życia inwestora indywidualnego / 67**

Potrzeby inwestycyjne / 67

Strategie inwestycyjne / 69

Cele inwestycyjne / 71

Proces zarządzania portfelem inwestycji / 71**Potrzeba opracowywania polityki inwestycyjnej / 72**

Jak zrozumieć i wyartykułować cele inwestora? / 73

Standard oceny zarządzania portfelem / 74

Cele i ograniczenia inwestorów indywidualnych / 76

Zadania inwestycyjne / 76

Ograniczenia inwestycyjne / 81

Opracowywanie polityki inwestycyjnej / 87

Cele i ograniczenia inwestorów instytucjonalnych / 88

Fundusze powiernicze / 88

Fundusze emerytalne / 88

Fundacje / 90

Spółki ubezpieczeniowe / 91

Banki / 93

Znaczenie alokacji zasobów / 95

Realna stopa zwrotu z inwestycji po opodatkowaniu i potrąceniu kosztów / 96

Zwrot i ryzyko w przypadku różnych kategorii zasobów / 98

Alokacja zasobów a zróżnicowanie między krajami / 101

3 WYBÓR INWESTYCJI NA RYNKU GLOBALNYM / 108**Potrzeba globalnego inwestowania / 110**

Relatywna wielkość rynków finansowych w Stanach Zjednoczonych / 111

Stopy zwrotu z amerykańskich i zagranicznych papierów wartościowych / 113

Ryzyko i zwrot z inwestycji w różnych krajach / 115

Ryzyko portfela inwestycji z rynku światowego / 118

Dokonywanie wyborów w zakresie globalnego inwestowania / 123

Inwestycje o stałych dochodach / 124

Instrumenty rynku kapitałowego o zmiennych dochodach / 130

Instrumenty pochodne rynku kapitałowego: opcje i kontrakty *futures* / 133

Fundusze powiernicze / 135

Nieruchomości / 136

Inwestycje o niskiej płynności / 138

Relacja ryzyko–zwrot wybranych form inwestowania w ujęciu historycznym / 140

Akcje, obligacje i weksle skarbowe / 141

Ocena portfela globalnego / 143

Dzieła sztuki i antyki / 144

Nieruchomości / 147

ORGANIZACJA I FUNKCJONOWANIE RYNKÓW PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH / 158

Co to jest rynek papierów wartościowych? / 159

Cechy charakterystyczne efektywnego rynku kapitałowego / 160

Organizacja rynku papierów wartościowych / 162

Pierwotne rynki kapitałowe / 162

Emisje obligacji rządowych / 162

Emisje obligacji municypalnych / 163

Emisje obligacji i akcji spółek / 165

Emisje prywatne i Reguła 144A / 167

Wtórne rynki finansowe / 168

Wtórne rynki obligacji / 169

Wtórne rynki akcji / 171

Giełdy regionalne i rynek pozagiełdowy / 180

Szczegółowa analiza rynku giełdowego / 188

Członkowie giełd / 188

Typy zleceń / 189

Twórcy rynku giełdowego / 196

Zmiany zachodzące na rynkach papierów wartościowych / 200

Oznaki efektu instytucjonalizacji rynku / 201

Negocjowane stawki prowizji / 202

Wpływ transakcji dotyczących pakietów akcji / 204

Inwestorzy instytucjonalni a zmienność cen akcji	/	205
<i>Krajowy System Obrotu Rynkowego (NMS)</i>	/	206
Nowe systemy obrotu handlowego	/	210
Zmiany na rynku globalnym papierów wartościowych	/	211
Perspektywy rozwoju	/	214

5

INDEKSY RYNKU**PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH** / 221**Wykorzystanie indeksów** / 222**Zróżnicowanie czynników przy tworzeniu indeksów** / 224

Próba, jej ważne elementy i procedury obliczeniowe	/	224
--	---	-----

Indeksy rynku akcji / 224

Indeksy ważne ceną akcji	/	225
--------------------------	---	-----

Indeksy ważne wartością rynkową akcji	/	227
---------------------------------------	---	-----

Indeksy nieważone (równorzędne)	/	229
---------------------------------	---	-----

Światowe indeksy rynku akcji	/	232
------------------------------	---	-----

Indeksy rynku obligacji / 238

Indeksy obligacji inwestycyjnych	/	239
----------------------------------	---	-----

Indeksy obligacji wysoko oprocentowanych	/	239
--	---	-----

Indeksy obligacji rządowych o zasięgu światowym	/	242
---	---	-----

Wspólne indeksy rynków akcji i obligacji / 243

Merrill Lynch–Wilshire U.S. Capital Markets Index (ML–WCMI)	/	243
---	---	-----

Brinson Partners Global Security Market Index (GSMI)	/	243
--	---	-----

Porównania indeksów w czasie / 244

Korelacje między miesięcznymi zmianami cen akcji	/	244
--	---	-----

Korelacje między miesięcznymi zwrotami z obligacji	/	246
--	---	-----

Korelacje między rocznymi zmianami cen akcji	/	247
--	---	-----

Korelacje między rocznymi zwrotami z obligacji	/	249
--	---	-----

6

ŹRÓDŁA INFORMACJI W PROCESIE**GLOBALNEGO INWESTOWANIA** / 255**Zagregowana analiza ekonomiczna** / 256

Publikacje rządu Stanów Zjednoczonych	/	257
---------------------------------------	---	-----

Publikacje banków	/	258
-------------------	---	-----

Publikacje spoza Stanów Zjednoczonych	/	259
---------------------------------------	---	-----

Zagregowana analiza rynku papierów wartościowych / 261

Publikacje rządu Stanów Zjednoczonych	/	262
---------------------------------------	---	-----

Publikacje komercyjne	/	262
Raporty firm brokerskich	/	267
Analiza sektora przemysłowego	/	269
Publikacje dotyczące przemysłu	/	269
Czasopisma stowarzyszeń przemysłowych	/	270
Analiza indywidualnych akcji i obligacji	/	271
Informacje generowane przez spółki	/	271
Publikacje komercyjne	/	272
Raporty firm brokerskich	/	274
Czasopisma dla inwestorów	/	275
Otrzymywanie informacji na temat obligacji	/	277
Niezbędne informacje o obligacjach	/	278
Źródła notowań obligacji	/	278
Źródła informacji o funduszach powierniczych	/	279
Analiza teoretyczna i empiryczna	/	281
Komputerowe źródła danych	/	283
Podstawowe bazy danych	/	283
Bazy danych dostępne w trybie bezpośrednim	/	285

II ROZWÓJ TEORII INWESTOWANIA / 289

7 EFEKTYWNY RYNEK KAPITAŁOWY	/	293
Dlaczego rynek kapitałowy powinien być efektywny?	/	295
Wariantowe hipotezy rynku efektywnego	/	296
Oczekiwany zwrot (rentowność) czy model uczciwej gry	/	296
Słaba hipoteza rynku efektywnego	/	298
Półsilna hipoteza rynku efektywnego	/	298
Silna hipoteza rynku efektywnego	/	299
Testy wariantowych hipotez rynku efektywnego i ich wyniki	/	299
Słaba hipoteza rynku efektywnego: testy i wyniki	/	300
Półsilna hipoteza rynku efektywnego: testy i wyniki	/	304
Silna hipoteza rynku efektywnego: testy i wyniki	/	329
Implikacje efektywnego rynku kapitałowego	/	338

Rynek efektywny i analiza techniczna	/	338
Rynek efektywny i analiza fundamentalna	/	339
Rynek efektywny i zarządzanie portfelem	/	342
Efektywność europejskiego rynku akcji	/	345

8

WPROWADZENIE DO ZARZĄDZANIA PORTFELEM INWESTYCJI

Kilka podstawowych założeń

Niechęć do ryzyka	/	353
Definicja ryzyka	/	354

Teoria portfelowa Markowitza

Mierniki oczekiwanego ryzyka	/	356
Oczekiwane stopy zwrotu z: pojedynczej ryzykownej inwestycji i hipotetycznego portfela	/	356
Wariancja/odchylenie standardowe zwrotów z pojedynczej ryzykownej inwestycji	/	358
Kowariancja i korelacja zwrotów z inwestycji	/	358
Odchylenie standardowe zwrotów z portfela ryzykownych inwestycji	/	364
Granica efektywności	/	375
Granica efektywności a użyteczność inwestora	/	376

9

MODELE WYCENY KAPITAŁU

Teoria rynku kapitałowego

Aktywa wolne od ryzyka	/	389
Portfel rynku	/	393

Model wyceny kapitału (CAPM)

Linia rynku papierów wartościowych (SML)	/	399
--	---	-----

Teoria arbitrażowej wyceny (APT)

Badania APT	/	413
-------------	---	-----

10

ROZWÓJ I TESTOWANIE UŻYTECZNOŚCI MODELI WYCENY KAPITAŁU

Modyfikacja założeń CAPM

Zróźnicowanie stóp zwrotu z udzielanych i zaciąganych pożyczek wolnych od ryzyka	/	422
Portfel aktywów zero-beta	/	424
Koszty transakcji	/	425

Heterogeniczne: oczekiwania i okres planowania inwestycji	/	427
Testowanie użyteczności CAPM	/	428
Stabilność współczynnika beta	/	428
Porównywalność publikowanych szacunków współczynnika beta	/	430
Relacja ryzyko systematyczne–zwrot	/	431
Wpływ asymetrii rozkładu zwrotów na relację ryzyko–zwrot	/	433
Efekt ekonomii skali, wskaźnik <i>P/E</i> oraz dźwignia finansowa	/	434
Wskaźnik wartość księgowa/wartość rynkowa: studium Famy i Frencha	/	435
Portfel rynku: teoria a praktyka	/	438
Teoria arbitrażowej wyceny	/	444
Testy APT Rolla i Rossa	/	446
Rozszerzenie testów Rolla i Rossa	/	448
APT a anomalie stóp zwrotu	/	449
Testy APT Shankena	/	451

11 RYNEK INSTRUMENTÓW POCHODNYCH / 456

Wprowadzenie do rozważań na temat rynku instrumentów pochodnych	/	458
Cechy i struktura rynków kontraktów <i>forward</i> i kontraktów <i>futures</i>	/	458
Cechy i struktura rynku opcji	/	461
Inwestowanie przy użyciu instrumentów pochodnych	/	463
Podstawowe cechy instrumentów pochodnych	/	463
Podstawowy schemat rozliczeń kontraktów <i>forward</i>	/	466
Podstawowy schemat rozliczeń opcji kupna i opcji sprzedaży	/	468
Zależności między kontraktami <i>forward</i> a opcjami	/	474
Bieżący parytet opcji kupna–sprzedaży	/	475
Tworzenie syntetycznych papierów wartościowych przy wykorzystaniu parytetu opcji kupna–sprzedaży	/	479
Dopasowanie bieżącego parytetu opcji kupna–sprzedaży do dywidend	/	481
Parytet opcji kupna–sprzedaży i kontraktu <i>forward</i>	/	482
Instrumenty pochodne w zarządzaniu portfelem inwestycji	/	485
Modyfikacja portfela aktywów z wykorzystaniem kontraktów <i>forward</i>	/	485
Zabezpieczanie wartości portfela za pomocą opcji sprzedaży	/	488
Zabezpieczanie wartości portfela za pomocą opcji kupna	/	493

III

ZASADY I PRAKTYKA WYCENY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH / 509

12 ANALIZA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH / 513

Główne sprawozdania finansowe / 514

Ogólnie akceptowane zasady rachunkowości (GAAP) / 514

Bilans / 515

Rachunek strat i zysków / 517

Sprawozdanie o przepływach środków pieniężnych / 517

Alternatywne miary przepływów środków pieniężnych / 521

Analiza wskaźników finansowych / 523

Znaczenie względnych wskaźników finansowych / 523

Obliczanie wskaźników finansowych / 525

Dane o ogólnych proporcjach / 527

Analiza płynności wewnętrznej (wyplacalności firmy) / 528

Analiza rentowności / 533

Wskaźniki efektywności operacyjnej / 533

Wskaźniki zyskowności operacyjnej / 535

Analiza ryzyka / 544

Ryzyko firmy / 545

Ryzyko finansowe / 547

Wskaźniki przepływów środków pieniężnych / 552

Analiza potencjału rozwojowego / 555

Analiza płynności zewnętrznej (rynkowej) / 558

Analiza porównawcza wskaźników finansowych / 559

Płynność wewnętrzna (wyplacalność firmy) / 562

Rentowność / 562

Ryzyko finansowe / 563

Potencjał rozwojowy / 563

Analiza zagranicznych sprawozdań finansowych / 563

Różnice w sprawozdaniach finansowych / 564

Różnice w zasadach rachunkowości / 564

Międzynarodowa analiza wskaźników finansowych / 565

Jakość sprawozdań finansowych / 566

Wartość analizy sprawozdań finansowych / 567

Wykorzystywanie wskaźników finansowych	/	567
Wskaźniki finansowe a modele wyceny akcji	/	567
Wskaźniki finansowe a ryzyko systematyczne (współczynnik beta)	/	568
Wskaźniki finansowe a rating obligacji	/	569
Wskaźniki finansowe a niewypłacalność (bankructwo) firmy	/	570
Ograniczenia wskaźników finansowych	/	571

13 WPROWADZENIE DO WYCENY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH / 580

Analiza procesu wyceny	/	582
Dlaczego trójstopniowy proces wyceny „góra-dół”?	/	583
Wpływ branży	/	585
Wpływ firmy	/	586
Czy trójstopniowy proces wyceny „góra-dół” jest efektywny?	/	587
Teoria wyceny	/	588
Strumień oczekiwanych zwrotów	/	588
Porównanie oszacowanych wartości z cenami rynkowymi	/	589
Wycena obligacji	/	589
Wycena akcji uprzywilejowanych	/	591
Wycena akcji zwyczajnych	/	592
Okres nieskończony w DDM i firmy rozwijające się	/	597
Firmy wyjątkowo dobrze rozwijające się	/	598
Model mnożnika zysków	/	600
Szacowanie dochodów — oczekiwana stopa zwrotu z akcji i oczekiwana stała stopa wzrostu dywidend	/	602
Szacowanie oczekiwanej stopy zwrotu z akcji zagranicznych	/	606
Oczekiwana stała stopa wzrostu dywidend	/	609
Obliczanie oczekiwanej stałej stopy wzrostu dywidend z akcji zagranicznych	/	611

14 GOSPODARKI INNYCH KRAJÓW A RYNKI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH. DECYZJE O ALOKACJI ZASOBÓW W SKALI GLOBALNEJ / 618

Działalność gospodarcza a rynki papierów wartościowych	/	620
Wskaźniki cyklu koniunkturalnego w prognozowaniu gospodarki	/	622
Kategorie wskaźników cyklu koniunkturalnego	/	622
Analityczne miary działalności gospodarczej	/	624

Ograniczenia wskaźników cyklu koniunkturalnego	/	626
Wskaźniki prognozujące a ceny akcji	/	626
Indeksy wskaźników prognozujących	/	627
Zmienne polityki pieniężnej, gospodarka a ceny akcji	/	629
Podaż pieniądza a gospodarka	/	630
Podaż pieniądza a ceny akcji	/	630
Nadwyżka płynności a ceny akcji	/	631
Inne zmienne polityki pieniężnej a ceny akcji	/	633
Inflacja, stopy oprocentowania a ceny papierów wartościowych	/	633
Podsumowanie analizy makroekonomicznej	/	637
Analiza światowych rynków papierów wartościowych	/	638
Inflacja a kursy walutowe	/	638
Korelacje między zwrotami w różnych walutach	/	641
Zmiany cen akcji w poszczególnych krajach	/	642
Analiza poszczególnych krajów	/	642
Alokacja zasobów w skali globalnej	/	645
Indeks	/	651