

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 / 52

Zmiana położenia inwestycji na SML / 53

Zmiany 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

4

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
Krajowy System Obrotu Rynkowego (NMS) /	206
Nowe systemy obrotu handlowego /	210
Zmiany na rynku globalnym papierów wartościowych /	211
Perspektywy rozwoju /	214

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

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 portfelową 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

Zróznicowanie 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