

**IDŹ DO:**

- ▶ Spis treści
- ▶ Przykładowy rozdział

**KATALOG KSIĄŻEK:**

- ▶ Katalog online
- ▶ Bestsellery
- ▶ Nowe książki
- ▶ Zapowiedzi

**CENNIK I INFORMACJE:**

- ▶ Zamów informacje o nowościach
- ▶ Zamów cennik

**CZYTELNIA:**

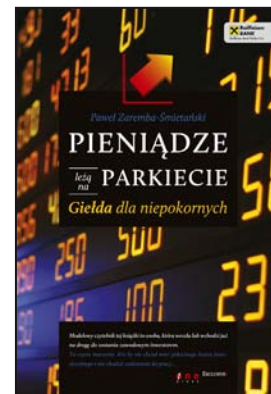
- ▶ Fragmenty książek online

## Pieniądze leżą na parkiecie. Giełda dla niepokornych

Autor: [Paweł Zaremba-Śmietański](#)

ISBN: 978-83-246-3531-3

Format: 158 × 235, stron: 224



Modelowy czytelnik tej książki to osoba, która weszła lub wchodzi już na drogę do zostania zawodowym inwestorem. To częste marzenie. Kto by nie chciał mieć pokaźnego konta inwestycyjnego i nie chodzić codziennie do pracy...

### **Sama książka nie uczyni Cię jeszcze rekinem giełdowym, ale...**

Giełda może uwolnić Cię od konieczności zarobkowania na etacie, pod warunkiem, że poznasz ją dogłębnie. Przede wszystkim jednak musisz nauczyć się myśleć samodzielnie, a więc oddzielić prawdę o inwestowaniu od półprawd i mitów na temat giełdy, jakimi karmią nas w mediach, na studiach i w literaturze poświęconej tej tematyce. Wszystko to są w gruncie rzeczy „niby-prawdy” — wiedza tak uproszczona, że staje się kłamstwem.

Paweł Zaremba-Śmietański napisał książkę dla ludzi, którzy interesują się giełdą, chcą na niej zarabiać, ale czują, że muszą gruntownie poznać zagadnienie — oddzielając prawdę od mitów. Po przeczytaniu tej pozycji nic na rynku kapitałowym nie będzie takie samo, jak przedtem...

### **Co należy przemyśleć w zakresie:**

- światowych finansów,
- rynku kapitałowego,
- inwestowania,
- reguł zakupów i sprzedaży na giełdzie,
- zarabiania na parkiecie?

Do koszyka



Do przechowalni

Nowość

Promocja



*Paweł Zaremba-Śmietański*

**PIENIĄDZE**

*leżą  
na*

**PARKIECIE**

*Giełda dla niepokornych*

*Modelowy czytelnik tej książki to osoba, która weszła lub wchodzi już na drogę do zostania zawodowym inwestorem.*

*To częste marzenie. Kto by nie chciał mieć pokaznego konta inwestycyjnego i nie chodzić codziennie do pracy...*

# Spis treści

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Przedślowie .....</b>                                       | <b>5</b>  |
| <b>Rozdział 1. Szwindel pod nazwą światowe finanse .....</b>   | <b>9</b>  |
| 1.1. Skrócona historia pieniądza .....                         | 9         |
| 1.2. Giełda jako piramida finansowa .....                      | 15        |
| 1.3. Największe banki spekulacyjne w historii .....            | 18        |
| 1.4. Współczesny system finansowy a schemat Ponziego .....     | 26        |
| 1.5. Banka spekulacyjna a kryzys .....                         | 31        |
| <b>Rozdział 2. Prawdy i nieprawdy rynku kapitałowego .....</b> | <b>33</b> |
| 2.1. Teorie i zjawiska rynku kapitałowego .....                | 33        |
| 2.1.1. Hipoteza rynku efektywnego .....                        | 33        |
| 2.1.2. Teoria zwrotności Sorosa .....                          | 37        |
| 2.1.3. Teoria chaosu .....                                     | 39        |
| 2.1.4. Teoria Elliotta .....                                   | 40        |
| 2.1.5. Nietypowe zachowania rynku .....                        | 41        |
| 2.2. Metody analizy i wyceny na rynku kapitałowym .....        | 47        |
| 2.2.1. Analiza portfelowa .....                                | 47        |
| 2.2.2. Analiza techniczna .....                                | 49        |
| 2.2.3. Analiza fundamentalna i wyceny firm .....               | 59        |
| 2.3. Inne powszechne mity i złudzenia .....                    | 71        |
| 2.3.1. Porzekadła giełdowe kontra giełdowe porzekadła .....    | 71        |
| 2.3.2. Inne mity i złudzenia .....                             | 75        |
| <b>Rozdział 3. Jak inwestować .....</b>                        | <b>81</b> |
| 3.1. Mniej tradycyjne analizy .....                            | 81        |
| 3.2. Czy istotnie przepływy spółki mają znaczenie .....        | 83        |
| 3.3. Czy inwestować w instrumenty pochodne .....               | 89        |
| 3.4. Czy inwestowanie w akcje się opłaca .....                 | 95        |
| 3.5. Co musi posiadać inwestor .....                           | 103       |
| 3.6. Inwestor profesjonalny a emocjonalny .....                | 113       |
| 3.7. Inwestowanie a moralność .....                            | 115       |

|  |            |
|--|------------|
| 3.8. Czy masz szansę? .....  | 116        |
| 3.8.1. Pozornie groźna konkurencja .....                                   | 116        |
| 3.8.2. Profesjonałiści kontra amatorzy .....                               | 119        |
| 3.8.3. Sposób inwestowania .....   | 123        |
| 3.8.4. Czyli jak grać? .....   | 133        |
| <b>Rozdział 4. Jaką spółkę kupić .....</b>                                 | <b>135</b> |
| 4.1. Jaką wartość mają akcje? .....  | 135        |
| 4.2. Wskaźniki rynkowe — co znaczą? .....                                  | 137        |
| 4.3. Pułapki na inwestorów .....   | 147        |
| 4.4. Jaką spółkę wybrać .....  | 154        |
| 4.4.1. Jak radzą inni .....  | 154        |
| 4.4.2. Jak uniknąć kupna spółki zagrożonej bankructwem .....               | 158        |
| 4.4.3. Czy spółka powinna płacić dywidendę .....                           | 160        |
| 4.4.4. Czyli jaką spółkę wybrać .....                                      | 164        |
| 4.4.5. Mniej typowe inwestycje .....                                       | 167        |
| <b>Rozdział 5. Kiedy kupić i sprzedać .....</b>                            | <b>171</b> |
| 5.1. Krótka historia naszej giełdy .....                                   | 172        |
| 5.2. Tendencje ogólne .....  | 180        |
| 5.3. Podaż i popyt na rynku .....  | 182        |
| 5.4. Inne niż analiza techniczna metody badania nastrojów inwestorów ..... | 188        |
| 5.5. Hossa i bessa vs korekta .....  | 193        |
| 5.6. Kiedy kupić i sprzedać .....  | 199        |
| 5.6.1. Kiedy kupić akcje .....   | 199        |
| 5.6.2. Kiedy sprzedać akcje .....  | 200        |
| <b>Rozdział 6. Jak zarabiać .....</b>                                      | <b>203</b> |
| 6.1. Jak ja bym to robił .....   | 203        |
| 6.2. Zarządzanie środkami finansowymi .....                                | 207        |
| 6.3. Jak można wyceniać spółki na podstawie dywidendy .....                | 209        |
| 6.4. Metoda inwestycyjna dopasowana do osoby .....                         | 221        |

## **Rozdział 2.**

# **Prawdy i nieprawdy rynku kapitałowego**

Jak mawiał ks. Józef Tischner, są w życiu tylko trzy prawdy: święta prawda, tysz prawda i g... prawda. Problem tylko, jak odróżnić jedno od drugiego. Ja od siebie dodałbym jeszcze jeden rodzaj prawdy-nieprawdy: kłamstwo dla dzieci, o którym piszę we wstępie. Na rynku kapitałowym funkcjonuje wiele świętych prawd, ale też wiele prawd, które pod przykrywką świętości okazują się w istocie tym ostatnim rodzajem prawdy wspomnianym przez ks. Tischnera. W tym rozdziale próbuję odrzeć z nimbu świętości wiele schematów na rynku kapitałowym często uchodzących za „oczywistą oczywistość”. Większość tych teorii ma cechy „kłamstwa dla dzieci”. Są to zwykle modele poprawne w teorii, ale oparte na tak dalece upraszczających założeniach, że nie są i nie mogą w rzeczywistości być prawdą.

### **2.1. Teorie i zjawiska rynku kapitałowego**

#### **2.1.1. Hipoteza rynku efektywnego**

Hipoteza rynku efektywnego jest królową wszelkich teorii giełdowych. Fundamentem teoretycznych rozważań dotyczących parkietu. Podstawą wielu, wielu innych teorii próbujących w sposób naukowy opisać rynek kapitałowy i zawierane na nim transakcje. Zgodnie z tą hipotezą w każdej chwili ceny papierów wartościowych w pełni odzwierciedlają wszystkie informacje dostępne na ich temat. Jak każda hipoteza czy teoria dotycząca rynku kapitałowego, która ma w sobie sformułowania „wszystkie”, „w każdej chwili”, „zawsze” lub „w pełni”, tak i hipoteza rynku efektywnego od razu budzi moją nieufność jako kłamstwo dla dzieci.

Aby rynek można było określić jako efektywny, musi on spełniać następujące założenia teoretyczne:

- Działa na nim nieskończona liczba uczestników; każdy z nich niezależnie od innych wycenia wartość akcji, dążąc do maksymalizacji zysku przynieszonego przez te akcje.
- Działanie pojedynczego inwestora nie jest w stanie zmienić cen akcji.
- Komunikaty mogące wpływać na wartość firm są generowane w sposób nieskorelowany ze sobą.
- Informacje docierają natychmiast do wszystkich uczestników rynku.
- Informacja jest bezpłatna.
- Koszty transakcji nie istnieją.
- Wszyscy inwestorzy od razu wykorzystują otrzymaną informację.
- Każdy z inwestorów ma takie samo zdanie co do kierunku wpływu informacji na cenę waloru oraz taką samą oczekiwaną stopę zwrotu.
- Horyzonty inwestycyjne wszystkich graczy są jednakowe.

Już na pierwszy rzut oka widać, że właściwie żadne z tych założeń nie jest faktycznie spełnione na żadnym z realnych rynków. Rynki mogą tylko próbować nieco przybliżyć się do podanego wyżej modelu poprzez np. zapewnienie niskich kosztów transakcji, niskiego kosztu informacji itp. Skoro zaś założenia są zbyt idealne, to i sama hipoteza pewnie nie będzie się sprawdzać w praktyce.

Gdyby jednak te założenia były faktycznie spełnione, na rynku efektywnym ceny zachowywałyby się według reguł:

- Ceny akcji w każdej chwili idealnie oddają ich wartość.
- Ceny akcji natychmiast zmieniają się na podstawie nowych informacji, a następnie utrzymują się na stałym poziomie, aż do pojawienia się nowej informacji.
- Długotrwałe osiąganie zysków większych od przeciętnych nie jest możliwe.
- Zmiany cen na kolejnych sesjach są od siebie niezależne.

Można by powiedzieć — nieważne początkowe założenia, to tylko teoretyczne rozważania. Jeżeli wszakże rynki zachowują się tak, jak opisano powyżej, nie ma co dzielić włosa na czworo. Ale tak nie jest. Założenia nie są spełnione, ale i akcje wcale nie zachowują się w opisany wyżej sposób. Właściwie żadna z tych reguł nie zachodzi faktycznie na parkiecie. Ponadto zakłada się tutaj istnienie jakiejś wyraźnej dla wszystkich kategorii zwanej „wartością akcji”. Co miałoby być tą uniwersalną wartością? Przecież nie wycena analityka, która zależna jest od wielu założeń i subiektywna — o czym mowa dalej.

Zgodnie z założeniem teorii efektywność rynku może być słaba, semi-mocna i mocna.

**Słaba hipoteza rynku efektywnego** zakłada, że obecne ceny papierów wartościowych odzwierciedlają wszystkie informacje dotyczące historycznych notowań giełdowych. Gdyby przyjmować tę hipotezę, na podstawie historycznych notowań nie można byłoby przewidzieć przyszłych kursów, jako że już obecne kursy odzwierciedlałyby te przewidywania. Tym samym stosowanie analizy technicznej stałoby się bezużyteczne, a jej wykorzystywanie jako narzędzia do podejmowania decyzji o zakupie czy sprzedaży papierów wartościowych nie mogłoby przynieść ponadprzeciętnych zysków.

**Semi-mocna hipoteza rynku efektywnego** zakłada, że obecne ceny papierów wartościowych odzwierciedlają wszystkie publicznie dostępne informacje. A więc nie tylko historyczne notowania, ale i raporty finansowe, bieżące komunikaty, dane i prognozy ekonomiczne, artykuły prasowe itp. Gdyby przyjmować tę hipotezę, na podstawie historycznie dostępnych informacji nie można byłoby przewidzieć przyszłych kursów, jako że już obecne kursy odzwierciedlałyby przewidywania wynikające z dostępnych informacji. Tym samym stosowanie zarówno analizy technicznej, jak i fundamentalnej stałoby się bezużyteczne, a ich wykorzystywanie jako narzędzia do podejmowania decyzji o zakupie czy sprzedaży papierów wartościowych nie mogłoby przynieść ponadprzeciętnych zysków.

**Mocna hipoteza rynku efektywnego** zakłada, że obecne ceny papierów wartościowych odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje, zarówno publiczne, jak i niepubliczne. Gdyby przyjmować tę hipotezę, w ogóle nie można byłoby przewidzieć przyszłych kursów, jako że już obecne kursy odzwierciedlałyby przewidywania wynikające ze wszystkich informacji. Tym samym nie tylko stosowanie analizy technicznej i fundamentalnej stałoby się bezużyteczne. Również insider (posiadacz informacji poufnej) nie mógłby osiągnąć ponadprzeciętnych zysków.

Jak wiele bytów idealnych, tak i hipoteza rynku efektywnego zawiera w sobie wewnętrzną sprzeczność. Mianowicie przy braku możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków inwestorzy zaprzestaliby nieracjonalnej działalności — tj. np. analizy technicznej, fundamentalnej lub wykorzystywania informacji poufnych. Tym samym rynek znów nie byłby w pełni efektywny w żadnej z wymienionych powyżej form. Hipoteza rynku efektywnego pomija bowiem między innymi koszt (czy to liczony w pieniądzu, czy w jednostkach czasu) uzyskania i zanalizowania informacji, a także choćby koszty transakcji. Wynika z tego, po pierwsze,

że rynki nie mogą być efektywne w sposób idealny w żadnej z form. Po drugie, rynki mogą być tym bardziej efektywne, im mniejszy jest stosunek kosztu uzyskania i analizy informacji oraz kosztów transakcji do spodziewanego efektu. Czyli powinniśmy np. obserwować większą efektywność w stosunku do większych rynków, większych spółek, do rynków, gdzie informacje są łatwiej dostępne, gdzie koszty transakcji są niższe itp. Wydaje się, że co nieco z tego jest na rzeczy. Jeżeli ktoś chce szukać okazji inwestycyjnych czy spekulacyjnych, powinien raczej wybrać małe spółki, małe rynki czy rynki o większym koszcie zdobycia informacji.

Hipoteza rynku efektywnego jest bohaterem pewnej anegdoty. Mianowicie dwóch finansistów, zwolenników wspomnianej teorii, wybrało się na spacer. Jeden z nich zauważył leżący na ulicy banknot studolarowy. Chce go zabrać, ale powstrzymuje go drugi: „Gdyby tu leżał banknot, już dawno podniósłby go ktoś inny”.

Pomimo swojej wyraźnej nieprawdziwości hipoteza rynku efektywnego jest podstawą innych teorii dotyczących rynku kapitałowego. Zapewne dlatego, że naukowcy lubią idealne modele, za które można dostać Nagrodę Nobla, a gubią się w twardej rzeczywistości. Rozwinięciem hipotezy efektywnego rynku jest między innymi teoria błędzenia losowego. Istota tej hipotezy sprowadza się do tego, że na efektywnym rynku nie ma okazji inwestycyjnych. Generalnie więc nikt nie może wygrać z rynkiem dzięki np. analizie informacji, choć zdarzają się różne przypadkowe wahania cen, czyli okazje do losowych zarobków lub strat. Teoria błędzenia losowego bywa w teorii rynku kapitałowego traktowana całkiem serio, pomimo że zaprzeczają jej fakty.

Na hipotezie efektywnego rynku kapitałowego opiera się też szereg innych teorii. Przykładem jest choćby CAPM (capital asset pricing model), czyli model wyceny aktywów kapitałowych. Model ten jest wykorzystywany szczególnie w liczeniu kosztu kapitału własnego, jak np. w modelu DCF, ale też do oceny efektywności inwestycyjnej instytucji takich jak fundusze. Ponieważ model CAPM bazuje na założeniu efektywności rynku, bywa też używany do badania stopnia efektywności rynku — tj. na ile rynek pozostaje zgodny z teoretycznym modelem CAPM.

Generalnie model ten przedstawia zależność między ponoszonym ryzykiem rynkowym a oczekiwaną stopą zwrotu. Zależność ta w tradycyjnym modelu przybiera postać linii SML (*Security Market Line*) opisanej wzorem:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f)$$



gdzie:

- R — oczekiwana stopa zwrotu,
- $R_f$  — stopa wolna od ryzyka (zazwyczaj stopa zwrotu ze skarbowych instrumentów dłużnych, np. obligacji),
- $R_m$  — stopa zwrotu z rynku, różnica ( $R_m - R_f$ ) zwana jest też rynkową premią za ryzyko,
- $\beta$  — współczynnik określający udział ryzyka danego papieru wartościowego w ryzyku rynkowym. Iloczyn  $\beta$  i rynkowej premii za ryzyko to premia za ryzyko danego instrumentu finansowego.

CAPM opiera się na szeregu założeń:

1. Rynek finansowy jest w równowadze.
2. Dla inwestora użyteczność posiadanego portfela papierów wartościowych zależy wyłącznie od jego stopy zwrotu oraz ryzyka.
3. Wariancja zwrotów jest właściwą miarą ryzyka.
4. Model obejmuje jeden okres, w którym parametry modelu są niezmiennie.
5. Rynek obejmuje wszystkie aktywa, łącznie z kapitałem ludzkim.

Jak w przypadku wszystkich tego typu modeli, powyższe założenia są w praktyce co najmniej wątpliwe, a tym samym stworzony model można poddawać pod dyskusję. Nie przeszkadza to w powszechnym stosowaniu modelu, w szczególności jako bazy do obliczania kosztu kapitału własnego poprzez wykorzystanie współczynnika  $\beta$ . Pozwoliłem sobie bardziej szczegółowo omówić model CAPM (choć jest on na ogół dobrze znany), gdyż dalej w paru miejscach odwołujemy się do niego.

### 2.1.2. Teoria zwrotności Sorosa

To teoria pozostająca w zasadzie w pewnej opozycji do teorii rynku efektywnego. Owa zwrotność (czy też może lepiej byłoby powiedzieć „sprzężenie zwrotne”) ma związek z tym, że pomiędzy procesami myślowymi i zachowaniami uczestników wydarzeń gospodarczych i społecznych a samymi wydarzeniami zachodzi oczywista relacja. Dotyczy to w szczególności rynków kapitałowych. Inwestor działający na rynku ma o nim określone zdanie. Na tej podstawie podejmuje

decyzję, a ta decyzja wpływa na sam rynek. Z kolei rynek wpływa na zdanie inwestorów i w efekcie na ich decyzje — np. kupujemy akcje dlatego, że ich ceny na rynku rosną, więc spodziewamy się dalszych wzrostów.

Nikt nie jest nieomylny. Myślenie, a w konsekwencji działanie poszczególnych ludzi zawsze jest skażone subiektywizmem. To przenosi się na rzeczywiste trendy na rynkach. W rezultacie rynki bez przerwy narażone są na groźbę fundamentalnej utraty równowagi. Zgodnie z tą teorią rynki, a w szczególności rynki finansowe, są niestabilne. Ich uczestnicy nie funkcjonują do końca racjonalnie, a zatem same rynki nie dają racjonalnych zachowań czy wycen. Nie może w związku z tym być mowy o „rynkach efektywnych” czy „racjonalnych wycenach rynkowych”.

Stwierdzenie, że wszyscy jesteśmy omylni, wydaje się banałem. Choć według teorii rynku efektywnego jest inaczej. Ta omylność może wynikać z braku naszej wiedzy czy doświadczenia. Ale jest jeszcze coś innego. Sam charakter rzeczywistości, którą obserwujemy, powoduje, że to, co się wydarzy, jest niemożliwe do przewidzenia — właśnie ze względu na zwrotność zjawisk społecznych, w tym notowań giełdowych. W pewnym sensie jest to więc zjawisko analogiczne do fizycznej zasady nieoznaczoności, czyli sytuacji, kiedy akt pomiaru jednej wielkości wpływa na układ tak, że część informacji o drugiej wielkości jest tracona (np. zasada nieoznaczoności Heisenberga).

Nikt nie jest w stanie poznać myśli każdej z osób uczestniczących w danym procesie oraz przewidzieć wszystkich działań. Jesteśmy skazani na omylność w myśleniu (a tym samym w działaniu), co jest też przyczyną błędności teorii dotyczących zjawisk społecznych, w tym teorii ekonomicznych, a w szczególności teorii dotyczących rynku kapitałowego. Większość teorii rynku kapitałowego opiera się bowiem na założeniu, że rynki są efektywne. Niezależnie od tego, czy założenie to jest wypowiedane wprost, czy w sposób bardziej pokrętny — jak w analizie technicznej zasada, że „rynki dyskontują wszystko”.

Praktyka wyraźnie potwierdza założenia teorii zwrotności. Widzimy, że wszystkie rynki opisywane teorią zwrotności są w zasadzie rynkami niestabilnymi. Również giełda jest wyraźnie niestabilna i przechodzi wciąż od euforii do paniki. Równowaga na giełdzie jest stanem wyjątkowym, a przyszłość jest nieomal niemożliwa do przewidzenia.

### 2.1.3. Teoria chaosu

Nieco podobne podejście do stanowiska Sorosa prezentuje teoria chaosu w odniesieniu do rynków kapitałowych. Teoria chaosu opiera się na założeniu, że w niektórych procesach drobna zmiana warunków początkowych powoduje skrajnie różne skutki. W związku z tym w odniesieniu do rynku kapitałowego teoria chaosu przyjmuje, że rynek jest w kategoriach dotychczasowej analizy nieprzewidywalny — co nie znaczy, że zupełnie przypadkowy. Nie jest jednak możliwe wyciąganie zbyt łatwych wniosków na podstawie analizy przeszłości. W analizie chaosu kluczowe są odkrycia matematyków: Hursta i Mandelbrota oraz teoria fraktali. Za najistotniejszą cechę fraktali uważa się podobieństwo fraktala do jego części oraz części fraktala do innych jego części. Charakterystyczne jest powtarzanie się tych samych elementów w coraz mniejszej skali. Generuje to szereg ciekawych właściwości nie tylko matematycznych, ale i graficznych. Z pewnymi elementami fraktali mamy do czynienia nawet w przyrodzie — np. mały fragment główki kalafiora jest podobny do jego większej części i do całego kalafiora.

Założenia rynku fraktalnego są następujące:

- Rynek składa się z dużej liczby inwestorów inwestujących w różnych horyzontach czasowych.
- Informacja jest różnie interpretowana przez uczestników rynku.
- Czas reakcji różnych inwestorów nie jest jednakowy.
- Rynek, tworzony przez wielu inwestorów o różnych poglądach i horyzontach inwestycyjnych, jest idealnie płynny.
- Ceny odzwierciedlają wypadkową dążeń tych zróżnicowanych inwestorów.
- Akcje nie mają powiązań z pozagięldowymi procesami i ich ceny nie są w stanie zachowywać się w dłuższym czasie w sposób jednoznacznie określony.

Model ten jest z pewnością bliższy rzeczywistości niż model rynku efektywnego. Niestety samo wyjściowe założenie teorii chaosu mówi, że prognozowanie przyszłości i przewidzenie zmian rynkowych nie jest realne. Drobne różnice w warunkach początkowych skutkują bowiem daleko idącymi zmianami w efektach końcowych i różnice te nawarstwiają się wykładniczo, w miarę postępu procesu. Ilustracją procesu chaosu jest i przemienne wałkowanie, i składanie na pół ciasta na pierogi, w którym to cieście umieszczamy ziarnko maku. Choć całe działanie nie było chaotyczne, to po kilku operacjach składania i wałkowania

ciasta ziarnko maku znajdzie się w zupełnie przypadkowym miejscu, a całego procesu nie da się ponownie odtworzyć z podobnym efektem lokalizacji maku. Teoria chaosu przynosi w stosunku do rynku kapitałowego szereg ciekawych intelektualnie spostrzeżeń wzbogacających nasze spojrzenie na to, co się dzieje na parkiecie. Tyle że spostrzeżeń niemożliwych do praktycznego wykorzystania w działalności inwestycyjnej.

#### 2.1.4. Teoria Elliotta

Jedną z bardziej dziwacznych teorii dotyczących rynku kapitałowego jest teoria Elliotta. Można też powiedzieć, z pewnym przymrużeniem oka, że teoria ta jest również teorią fraktalną — zakładającą istnienie podobnych elementów w różnej skali. W przeciwieństwie do podanych wyżej teorii o charakterze bardziej fundamentalnym teoria Elliotta wchodzi w zakres analizy technicznej.

Podstawowym założeniem teorii jest to, że ruch podstawowy (fala impulsu) odbywa się w pięciu pomniejszych falach, a ruch korygujący w trzech. Prócz tego teoria Elliotta szuka szeregu zależności w ciągach Fibonacciego, złotym podziale i liczbie Phi (0,618) oraz jej odwrotności (1,618). W tych proporcjach zasięgu i czasu powinny się m.in. układać różne fale.

Dodatkowo jednak teoria ta wiąże się z szeregiem warunków specjalnych czy przypadków szczególnych. Sprawiają one, że teoretyczne fale impulsu nie zawsze są w istocie pięcioczłonowe, podobnie jak fale korekty nie są zawsze falami trójczłonowymi. Dochodzą do tego niejasności w interpretowaniu, gdzie fala się zaczyna, a gdzie kończy. W istocie zatem teoria Elliotta zostawia mnóstwo miejsca na dowolną interpretację — podobnie jak przepowiednie Pytii. Z tego samego wykresu dwaj interpretatorzy mogą wyciągnąć sprzeczne ze sobą wnioski. Zapewne więc nie bez powodu zwolennicy teorii Elliotta cieszą się sławą tych, którzy świetnie potrafią zinterpretować wykresy giełdowe — najczęściej jednak już po fakcie. Słabością teorii jest też brak jakichkolwiek podstaw teoretycznych prócz pewnej dawki ezoteryki w rodzaju „porządku wszechświata”. Tym samym teoria Elliotta reprezentuje szeroką grupę „teorii mistycznych”. Takie teorie nie odwołują się do określonych założeń, z których się wyciąga wnioski, ale do pewnej wiary, że zjawiska dzieją się w określony sposób. Innym przedstawicielem tej grupy jest teoria Ganna, a także kalendarz spiralny Carolana czy wręcz sięganie do astrologii w działalności inwestycyjnej.

W drugiej połowie XX wieku sławą cieszyli się dwaj czołowi interpretatorzy teorii Elliotta: Robert Prechter i A.J. Frost. Postawili oni kilka prognoz, które się spełniły. Jednak na początku lat dziewięćdziesiątych zaczęły wieszczyć czekający już u progu kataklizm giełdowy niepodobny do niczego, co znamy z przeszłości — korektę kilkunastoletnich wzrostów. Przed tym kataklizmem indeks DJIA miał osiągnąć niebotyczny jak na owe czasy poziom 3600 punktów. Gdy kataklizm nie nadchodził, zasięg wzrostów był przez Elliottowców przesuwany w czasie i wartości — aż do poziomu 4 tysięcy punktów do osiągnięcia w połowie roku 1995. Jednak DJIA osiągnął 5000 punktów 21 listopada 1995 roku. 10 000 punktów 29 marca 1999 roku. 9 października 2007 roku DJIA osiągnął 14 164 punkty. Rzeczywistość dalece więc rozminęła się z przepowiedniami interpretatorów teorii Elliotta. Niezrażony tym Robert Prechter wciąż pozostaje głosi-cielem tej samej tezy od blisko 20 lat — oczekuje, że indeksy spadną co najmniej o 90%. Prechter i teoria Elliotta wciąż mają zaprzysięgłych zwolenników, jednak ostatnie rozmijanie się prognoz z rzeczywistością sprawiło, że teoria ta jest trak-towana mniej poważnie i pomału odchodzi do lamusa.

Jeżeli jednak odejdziemy od pewnego mistycyzmu tej teorii i pozorów nauko-wości, to w gruncie rzeczy teoria Elliotta dość trafnie nawiązuje do poszczegół-nych faz hossy. Elliottowska pierwsza fala hossy to etap niezauważenia hossy. Fala ta ma zwykle ograniczony zasięg, a późniejsza korekta (według Elliotta fala 2.) znosi większość wzrostów z fali pierwszej. Trzecia fala Elliotta to etap wątpliwości, stopniowo przechodzący w stan pewności. I wreszcie piąta fala cyklu Elliotta to etap euforii kończący się budową formacji szczytowych.

### 2.1.5. Nietypowe zachowania rynku

#### Specjalne okresy na parkiecie

Jest jeszcze jedna zła wiadomość dla zwolenników teorii rynku efektywnego. Powiedzmy sobie prawdę. Prócz tego, że na rynku istnieją ordynarne manipulacje cenami akcji, to są także „trzy wiedźmy” i godzina cudów, window dressing, rajd św. Mikołaja i efekt stycznia, efekt piątku, efekt pierwszej połowy miesiąca i inne podobne zjawiska. Wszystkie one sprowadzają się do tego, że w pewnych momen-tach czy przy danych uwarunkowaniach giełda zachowuje się w określony spo-sób. Wszystkie one przez swoje istnienie przeczą teorii rynku efektywnego.

Najbardziej chyba znanym zjawiskiem jest rajd świętego Mikołaja i jego przedłużenie — efekt stycznia. W tym okresie, czyli w grudniu i w styczniu, zwykle mamy na parkiecie świetną koniunkturę. Próbuje się to tłumaczyć na różne sposoby. Najczęściej uważa się, że wzrosty w okresie końcówki roku wynikają głównie z dwóch powodów. Pierwszym jest fakt, że zarządzający aktywami chcą sobie na koniec roku poprawić wyniki. Dzieje się tak i w ramach samych instytucji finansowych, i wśród osób zarządzających. Instytucje chcą w reklamach swoich produktów wykazać wysokie stopy zwrotów za dany rok. Zarządzający chcą personalnie otrzymać wysokie premie. Takie sztuczne zawyżanie wycen może też mieć miejsce na koniec każdego kwartału. Nazywa się to „strojeniem okien”, czyli „window dressing”. Drugi powód styczniowych wzrostów przypisuje się kwestiom podatkowym. Otóż inwestorzy mogą na koniec roku unikać sprzedawania walorów, aby odroczyć płatność podatków o rok. Skutkuje to mniejszą podażą, a w efekcie wzrostami. Można by podać kontrargument: „inwestorzy będą za to skłonni sprzedawać akcje ze stratą”, wydaje się jednak, że nie ma tu pełnej symetrii zachowań — ze stratą sprzedaje się zawsze niechętnie. Grudniowe wzrosty można też częściowo przypisać oczekiwaniom na spodziewany efekt stycznia.

Wzrosty styczniowe z kolei przypisuje się zwykle napływom świeżych środków do funduszy. Częściowo może to wynikać również ze spodziewanych dobrych wyników spółek za grudzień — wiadomo bowiem, że w wielu branżach grudzień jest okresem żniw i wzmożonej sprzedaży oraz wysokich zysków. Przełom roku jest również czasem zwiększonego dopływu gotówki dla wielu osób — w formie rozmaitych bonusów, premii itp. wypłacanych pod koniec lub tuż po zakończeniu roku. Badania pokazują, że stopa zwrotu na NYSE w styczniu była istotnie wyższa niż stopa zwrotu z pozostałych miesięcy. Szczególnie wyraźnie było to widoczne w przypadku małych spółek, gdzie styczeń odpowiadał za niemal połowę rocznego wzrostu ceny.

Wśród miesięcy złą sławą cieszy się październik — niezasłużenie, bo statystyki nie potwierdzają, aby był to na parkiecie szczególnie zły okres. Za to rzeczywiście czasem się zdarzało, że był on miesiącem przełomowym, przynoszącym zmianę dotychczasowego trendu. Swoją złą sławę październik zawdzięcza głównie jednemu największemu krachowi na parkiecie, który zdarzył się w październiku 1929 roku.

Inna zasada giełdowa (zwana jako Halloween indicator) mówi „Sell in May and go away”. Czyli sprzedaj w maju i wycofaj się, aż gdzieś do okolic Hallo-

ween — przed oczekiwanym grudniowym rajdem św. Mikołaja. Ta zasada, patrząc historycznie, potwierdza się. Stopy zwrotów z okresu listopad – kwiecień są wyższe niż z okresu maj – październik, co powiązane jest również ze wspomnianym rajdem św. Mikołaja i efektem stycznia.

Do przesądów z kolei należy raczej zaliczyć przekonanie, że styczeń wskazuje, jaki będzie cały rok giełdowy (*January Barometer*). Niektórzy wierzą nawet, że 12 pierwszych sesji stycznia daje wskazówki odnośnie do kolejnych 12 miesięcy. Niczego takiego nie potwierdzają statystyki. Udowodniona statystycznie jest natomiast zależność od cyklu prezydenckiego w USA. Jest to jedyna reguła, która nigdy nie zawodzi. Na przestrzeni ostatnich 76 lat pojawiło się 19 sygnałów kupna i wszystkie one przyniosły dodatnią stopę zwrotu. Średnia z tych 19 stóp zwrotu to +26,2%, mediana +31,9%, najniższy zysk to +1,8%, najwyższy +47,9%. Szkoda tylko, że sygnał pojawia się wyłącznie raz na 4 lata. Otóż reguła mówi, że najlepszy dla inwestycji jest trzeci rok urzędowania prezydenta USA. Nie sposób stracić na akcjach, inwestując w tym okresie. Chodzi tu konkretnie o inwestycje dokonywane pod koniec III kwartału drugiego roku po wyborach i likwidowane na koniec trzeciego roku po wyborach. Przypomnijmy, że obecnym trzecim rokiem jest rok 2011. Wspomniany wynik jest przypisywany działaniom banku centralnego dążącego do maksymalizacji liczby miejsc pracy w dniu wyborów, czyli manipulowania przebiegiem cyklu koniunkturalnego w gospodarce poprzez regulowanie poziomu stóp procentowych, w taki sposób, aby gospodarka rozwijała się najlepiej na przełomie trzeciego i czwartego roku prezydentury. Poziom zatrudnienia jest wskaźnikiem opóźnionym w stosunku do koniunktury gospodarczej, a tą z kolei średnio o kilka miesięcy wyprzedza zmiana cen na rynku akcji, czyli najpierw mamy wzrosty cen akcji, później ożywienie gospodarcze i wreszcie najwyższy poziom zatrudnienia. Najgorszym dla akcji są z kolei pierwsze dwa lata urzędowania prezydenta. To też można logicznie wyjaśnić. W pierwszym i drugim roku wprowadza się zwykle najwięcej niepopularnych ograniczeń i prowadzi się najbardziej restrykcyjną politykę finansową.

Efekt piątku, zwany też efektem weekendu, polega z kolei na tym, że inwestorzy starają się ograniczać portfele akcji w okresie, kiedy nie będą mogli szybko zareagować. Kto wie bowiem, jaką wiadomość usłyszy się w weekend. Ponadto wielu inwestorów woli mieć w weekend wolną głowę i gotówkę na koncie, zamiast wsłuchiwać się w wiadomości giełdowe. Dlatego w piątki są oni bardziej chętni do sprzedawania akcji. Efektem są niższe niż przeciętnie notowania w piątek. Można by oczekiwać, że odwrotnością tej tendencji będzie efekt poniedziałku, czyli że

inwestorzy będą wtedy skłonni do odkupywania akcji. Jednak w rzeczywistości dzieje się to w sposób bardziej złożony. Jeżeli bowiem ktoś sprzedał akcje w piątek, wolałby je odkupić taniej. Czyli jeżeli notowania spadały w piątek, to nie od razu w poniedziałek może pojawić się wzmożony popyt. Statystycznie rzecz biorąc, efekt piątku jest wątpliwy, sprawdza się za to efekt poniedziałku. Wedle badań amerykańskich poniedziałek przynosił znaczące straty, a pozostałe dni tygodnia zyski. Jeszcze dokładniej mówiąc, spadek następował w poniedziałek głównie w czasie pierwszych 45 minut notowań.

Jest jeszcze efekt miesiąca. Wedle wspomnianych wyżej badań amerykańskich pierwsza połowa miesiąca jest statystycznie lepsza od drugiej. Praktycznie cały wzrost w ciągu danego miesiąca następuje w jego pierwszej połowie. To bardzo istotna zależność statystyczna. Badania przeprowadzone na danych dla lat 1963 – 1981 wykazały, że skumulowana stopa zwrotu dla pierwszej połowy każdego miesiąca w ciągu tych 19 lat wyniosła 2552%, podczas gdy skumulowana stopa dla drugiej połowy miesiąca wynosi około 0%. Gdyby tę zasadę przenieść na nasz parkiet, można by się spodziewać szczytów hossy raczej w okolicach połowy miesiąca niż jego końca. Szczyty hossy wypadły u nas ósmego, dziesiątego i szóstego dnia miesiąca — więc nieco wcześniej niż w połowie. Jak do tej pory, można powiedzieć, że szczególnie niebezpieczny pod względem zakończenia hossy jest drugi tydzień miesiąca.



„Trzy wiedźmy” — nie chodzi tu o ani o Makbeta, ani o humorystyczną powieść fantasy Terry’ego Pratchetta. To trzeci piątek każdego ostatniego miesiąca kwartału (czyli marca, czerwca, września i grudnia). W tych czterech dniach



wygasają na światowych parkietach kolejne derywaty, w naszym przypadku — kolejne serie kontraktów terminowych. Podczas wspomnianych sesji szczególnie istotna jest ostatnia godzina handlu zwana godziną cudów lub godziną trzech wieźm. Nie zawsze tak jest, ale często ten dzień, a zwłaszcza końcówka notowań, upływa pod znakiem dramatycznych zwrotów i bardzo wysokich obrotów. Wszystko to bierze się właśnie z rozliczania kontraktów. Instytucje finansowe, chcąc uzyskać korzystniejszy kurs rozliczenia derywatów, starają się w tym celu wpłynąć na kasowy indeks WIG20 przez operacje na akcjach największych spółek. Takie działanie może być opłacalne z uwagi na wysoką dźwignię finansową, jaka jest stosowana przy derywatach. Co straci się na rynku kasowym, z nawiązką odrobi się na instrumentach pochodnych.

Podaje się też argumenty przeciwko szukaniu różnych „efektów”, takich jak podane wyżej. Po pierwsze, możemy tu mieć do czynienia z czymś analogicznym do optymalizacji wskaźników analizy technicznej — tak długo będziemy dopasowywać różne dane, aż znajdziemy historyczne korelacje — co nie znaczy, że te korelacje wystąpią również w przyszłości, zwłaszcza jeżeli nie widać fundamentalnej przyczyny istnienia związku. W roku 2001 trzej amerykańscy naukowcy: Sullivan, Timmerman i White przeprowadzali badania wspomnianych efektów kalendarzowych. Według nich anomalie kalendarzowe nie występują — co jednak przeczy innym badaniom. Po drugie, wedle teorii, gdyby wspomniane efekty istotnie zachodziły, to byłyby dyskontowane już wcześniej, co doprowadziłoby w rezultacie do zaniku „efektu”. To ostatnie twierdzenie może być jednak częściowo kwestionowane, gdyż wywodzi się je z przyjmowanego na wiarę aksjomatu rynku efektywnego, który niekoniecznie sprawdza się w praktyce.

Pomimo prób kwestionowania większość z powyższych przykładów okresowych zachowań rynków jest potwierdzona statystycznie. Podważają one hipotezę rynku efektywnego, podobnie jak zależności pokazane niżej.

### **Zachowania zależne od innych czynników**

Sytuacji, kiedy giełda zachowuje się w pewien specyficzny sposób, zbadano mnóstwo. Poniżej przykłady najpopularniejszych zjawisk. Wszystkie one by nie zachodziły, gdyby rynek istotnie był efektywny.

### ***Kontynuacja stóp zwrotu***

Zjawisko to polega na kontynuacji stóp zwrotu w przyszłości w sposób analogiczny, jak to się działo w przeszłości. Inaczej mówiąc, rynek ma pewną bezwładność lub innymi słowy, trendy są faktem potwierdzonym statystycznie. Ceny akcji, które w przeszłości rosły, będą częściej rosnąć również w przyszłości.

### ***Efekt wskaźników rynkowych***

Statystycznie wykazano, że akcje notowane przy niskich wskaźnikach C/Z oraz C/Wk wykazują ponadprzeciętną stopę zwrotu. Trudno się zresztą temu faktowi dziwić. Wprawdzie pewna grupa spółek notowanych przy niskich wskaźnikach rynkowych będzie istotnie w słabej kondycji i ich akcje nie przyniosą zysku, ale statystycznie rzecz biorąc, wśród spółek o niskich wskaźnikach częściej niż przeciętnie znajdują się spółki niedowartościowane. Choć rzecz jasna na rynku efektywnym miało jakoby nie być spółek niedowartościowanych i tym samym okazji do zakupów.

### ***Efekt małych firm***

Udokumentowano, że spółki o niskiej kapitalizacji przynoszą większe stopy zwrotu niż spółki o kapitalizacji wysokiej. Nie jest to zaskoczenie. Spółki małe mają większy potencjał rozwojowy niż giganci rynkowi. Ponadto niska kapitalizacja może po części wynikać z niedowartościowania spółki. Spółka niedowartościowana to spółka tańsza, a zatem spółka o statystycznie mniejszej kapitalizacji. Analogicznie na rynku efektywnym pewna grupa spółek nie powinna odnotowywać ponadprzeciętnego wzrostu.

### ***Efekt niskiej ceny akcji***

Akcje, których ceny jednostkowe są niskie (np. 2 zł), rosą szybciej na wartości niż akcje o dużej jednostkowej cenie (np. 500 zł). Dzieje się tak, gdyż te pierwsze akcje są odbierane przez drobnych inwestorów jako relatywnie tańsze, a ponadto umożliwiają łatwiejsze konstruowanie zdywersyfikowanego portfela o niewielkiej wartości. Poza tym drogie akcje będą średnio częściej przewartościowywane — tak jak spółki o większej kapitalizacji. W konsekwencji efektu niskiej ceny już same informacje o planowanych podziałach akcji (splitach) były często powodem wzrostu notowań.

SAMA KSIĄŻKA NIE UCZYNI CIĘ JESZCZE REKINEM GIEŁDOWYM, ALE...

*Giełda może uwolnić Cię od konieczności zarobkowania na etacie, pod warunkiem że poznasz ją dogłębnie. Przede wszystkim jednak musisz nauczyć się myśleć samodzielnie, a więc oddzielić prawdę o inwestowaniu od półprawd i mitów na temat giełdy, jakimi karmią nas w mediach, na studiach i w literaturze poświęconej tej tematyce. Wszystko to są w gruncie rzeczy „niby-prawdy” — wiedza tak uproszczona, że staje się kłamstwem.*

*Paweł Zaremba-Śmietański napisał książkę dla ludzi, którzy interesują się giełdą, chcą na niej zarabiać, ale czują, że muszą gruntownie poznać zagadnienie — oddzielając prawdę od mitów. Po przeczytaniu tej pozycji nic na rynku kapitałowym nie będzie takie samo, jak przedtem...*

#### CO NALEŻY PRZEMYŚLEĆ W ZAKRESIE:

- światowych finansów,
- rynku kapitałowego,
- inwestowania,
- reguł zakupów i sprzedaży na giełdzie,
- zarabiania na parkiecie?

**PAWEŁ ZAREMBA-ŚMIETAŃSKI** — rynkami kapitałowymi zajmuje się od ponad osiemnastu lat, zarówno profesjonalnie, jak i jako prywatny inwestor. Pracował jako makler papierów wartościowych, analityk, zajmował się doradztwem na rynku kapitałowym oraz operacjami kapitałowymi. Obecnie jest dyrektorem działu operacji kapitałowych w DM IDMSA i jednym z czołowych polskich specjalistów giełdowych, zwłaszcza w dziedzinie emisji publicznych. W latach 1994 – 2008 przygotowywał cotygodniowe komentarze giełdowe, publikowane w „Rzeczpospolitej”.

książki **klasy** business

Nr katalogowy: 6630



Księgarnia internetowa:  
<http://onepress.pl>



Zamówienia telefoniczne:  
**0 801 339900**



**0 601 339900**

**one**  
p r e s s

Sprawdź najnowsze promocje:  
● <http://onepress.pl/promocje>  
Książki najchętniej czytane:  
● <http://onepress.pl/bestsellery>  
Zamów informacje o nowościach:  
● <http://onepress.pl/nowosci>

Hellon SA  
ul. Kościuszki 1c, 44-100 Gliwice  
tel.: 32 230 98 63  
e-mail: [onepress@onepress.pl](mailto:onepress@onepress.pl)  
<http://onepress.pl>

PARTNER WYDAWNICTWA



**Raiffeisen**  
**BANK**

Raiffeisen Bank Polska S.A.

ISBN 978-83-246-3531-3



Cena 44,90 zł