

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 326

## Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Redaktorzy naukowi  
Adam Kopiński, Agnieszka Bem



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2014

Redaktor Wydawnictwa: Jadwiga Marcinek  
Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz  
Korektor: Barbara Łopusiewicz  
Łamanie: Małgorzata Czupryńska  
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:  
[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),  
w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej [www.dbc.wroc.pl](http://www.dbc.wroc.pl),  
The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),  
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon  
[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się  
na stronie internetowej Wydawnictwa  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie  
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2014

**ISSN 1899-3192**  
**ISBN 978-83-7695-412-7**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	9
<b>Iwona D. Czechowska:</b> Kondycja gospodarstw domowych i konsumentów (60+) oraz uwarunkowania rynkowe ich zachowań .....	11
<b>Joanna Duda:</b> Działalność finansowa i inwestycyjna polskich MSP w kontekście międzynarodowym .....	21
<b>Ewa Dziawgo:</b> Hybrydowa opcja collar – analiza własności .....	35
<b>Anna Feruś:</b> Rola i znaczenie metody granicznej analizy danych w szacowaniu ryzyka kredytowego przedsiębiorstw .....	49
<b>Beata Guziejewska:</b> Polityka kształtowania dochodów samorządu terytorialnego w świetle wybranych koncepcji teoretycznych.....	60
<b>Marcin Jamroży, Agnieszka Kopeć, Stephan Kudert:</b> Opodatkowanie opcji pracowniczych w relacji polsko-niemieckiej.....	71
<b>Jacek Jaworski:</b> Luki w zarządczych informacjach finansowych a zmiany przychodów i zysków małych przedsiębiorstw w Polsce. Wyniki badań...	82
<b>Marta Kacprzyk:</b> Kierunki zmian marży zysku operacyjnego spółek wchodzących na rynek regulowany GPW w Warszawie .....	93
<b>Jerzy Kitowski:</b> Metody oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw budowlanych.....	104
<b>Marzena Krawczyk:</b> Wydatki przedsiębiorstw na działalność badawczo-rozwojową a pomiar innowacyjności .....	115
<b>Jarosław Kubiak:</b> Ryzyko kredytowe a wykorzystanie długu krótkoterminowego przez przedsiębiorstwa.....	123
<b>Agnieszka Kuś, Magdalena Hodun:</b> Determinanty kształtowania się wskaźnika EPS wybranych spółek przemysłu spożywczego i metalowego – ujęcie modelowe .....	133
<b>Justyna Łukomska-Szarek:</b> Operacyjna i całkowita zdolność do rozwoju samorządów terytorialnych państw Grupy Wyszehradzkiej.....	143
<b>Przemysław Panfil:</b> Czy Polsce potrzebny jest Pakt Fiskalny? .....	154
<b>Agnieszka Pawłowska:</b> Identyfikacja zagrożeń związanych z ryzykiem przerwy w działalności gospodarczej małych i średnich przedsiębiorstw.....	163
<b>Joanna Pawłowska-Tyszko, Michał Soliwoda:</b> Stan rozwoju rolnictwa a system podatkowy wybranych państw UE .....	171
<b>Agnieszka Perepeczo:</b> Reakcja inwestorów na decyzje o wypłacie dywidendy a kryzys finansowy .....	184

<b>Aleksandra Pieloch-Babiarz:</b> Wysokość pieniężnych wypłat dywidendy a kształtowanie się kursu giełdowego akcji spółek w pierwszym dniu notowań „Bez dywidendy” .....	196
<b>Artur Sajnog:</b> Wpływ kapitalizacji rezerw na długookresową rentowność publicznych spółek giełdowych.....	209
<b>Maria Sierpińska:</b> Zastosowanie nettingu w rozliczeniach wewnątrz korporacyjnych.....	222
<b>Agata Sierpińska-Sawicz:</b> Alternatywne do akcji formy lokowania kapitału i ich stopy zwrotu.....	232
<b>Dariusz Siudak:</b> Analiza czasu trwania faz procesu migracji wartości przedsiębiorstw .....	243
<b>Dorota Starzyńska, Wacława Starzyńska:</b> Przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym na rynku zamówień publicznych w Polsce. Analiza porównawcza z firmami krajowymi.....	259
<b>Małgorzata Szalucka:</b> <i>Joint venture versus</i> samodzielne prowadzenie działalności poza granicami kraju – doświadczenia polskich inwestorów bezpośrednich.....	271
<b>Stanisław Urbański, Maciej Winiarz, Kacper Urbański:</b> Ocena zarządzania polskimi funduszami Inwestycyjnymi w latach 2000-2011 .....	284
<b>Aldona Uziębło:</b> Ujęcie działalności finansowej w rachunku przepływów pieniężnych a weryfikacja prawidłowości sprawozdania finansowego.....	296
<b>Stanisław Wieteska:</b> Ubezpieczenie odpowiedzialności cywilnej wprowadzającego sprzęt elektryczny i elektroniczny .....	306
<b>Anna Wildowicz-Giegiel:</b> Zdolność konkurencyjna a rentowność przedsiębiorstw w Polsce w latach 2001-2010 .....	318
<b>Radosław Witczak:</b> Odzyskanie VAT naliczonego w podmiotach leczniczych .....	328
<b>Elżbieta Wrońska-Bukalska:</b> Wykup akcji własnych i dywidenda jako narzędzia obrony przed wrogim przejęciem.....	336
<b>Stefan Wrzosek:</b> Krytyka wybranych propozycji dotyczących rachunku efektywności inwestycji rzeczowych .....	344
<b>Dariusz Zawadka:</b> Wpływ kryzysu na rynkach finansowych na kondycję europejskich alternatywnych systemów obrotu.....	353
<b>Danuta Zawadka, Agnieszka Strzelecka:</b> Struktura terminowa zobowiązań przedsiębiorstw rolniczych z tytułu kredytu bankowego – ujęcie porównawcze .....	365
<b>Beata Zyznarska-Dworczak:</b> Zintegrowane instrumentarium rachunkowości zarządczej kluczem do zarządzania kosztami we współczesnym przedsiębiorstwie .....	377

## Summaries

<b>Iwona D. Czechowska:</b> The condition of households and consumers (60+) and market factors of their behaviour .....	20
<b>Joanna Duda:</b> Financial and investment activity of Polish SMEs in the international context .....	34
<b>Ewa Dziawgo:</b> Hybrid options collar – the analysis of properties .....	48
<b>Anna Feruś:</b> Role and importance of Data Envelopment Analysis method for the estimation of companies' credit risk .....	59
<b>Beata Guziejewska:</b> Local government revenues policy in the light of selected theoretical concepts.....	70
<b>Marcin Jamróży:</b> Taxation of employee stock options in the German-Polish relations.....	81
<b>Jacek Jaworski:</b> Gaps in managerial financial information and changes of revenue and profit in small enterprises in Poland. Research results.....	92
<b>Marta Kacprzyk:</b> Trends in changes of operating profit margin of companies which are going public and getting listed on the Warsaw Stock Exchange	103
<b>Jerzy Kitowski:</b> Assessment methods of building enterprises financial standing .....	114
<b>Marzena Krawczyk:</b> Expenditures of enterprises on research and development activity versus measurement of innovation .....	122
<b>Jarosław Kubiak:</b> Credit risk and the use of short-term debt by companies ..	132
<b>Agnieszka Kuś, Magdalena Hodun:</b> Determinants of shaping the EPS rate of some companies of food and metal industry – model approach .....	142
<b>Justyna Łukomska-Szarek:</b> Operational and overall capability of Visegrád Group countries to develop local governments .....	153
<b>Przemysław Panfil:</b> Does Poland need Fiscal Compact?.....	162
<b>Agnieszka Pawłowska:</b> Identification of hazards of business interruption risk in small and medium sized enterprisers.....	170
<b>Joanna Pawłowska-Tyszko, Michał Soliwoda:</b> State of agricultural development vs. tax systems in selected EU countries .....	183
<b>Agnieszka Perepeczo:</b> The reaction of investors to changes in the dividend policy and the financial crisis .....	195
<b>Aleksandra Pieloch-Babiarz:</b> Amount of cash dividend payments and the „ex-dividend” day return's formation .....	208
<b>Artur Sajnog:</b> The impact of capitalization of reserves on long-term profitability in public quoted companies.....	221
<b>Maria Sierpińska:</b> The use of netting in accounts settlements within the corporation .....	231
<b>Agata Sierpińska-Sawicz:</b> Alternative to stocks forms of capital investing and their rates of return.....	242

<b>Dariusz Siudak:</b> The duration analysis of enterprises' value migration stages.....	258
<b>Dorota Starzyńska, Wacława Starzyńska:</b> Enterprises with foreign capital on the public procurement market in Poland. Comparative analysis with domestic firms.....	269
<b>Małgorzata Szalucka:</b> <i>Joint venture versus solo venture</i> outside the country – experience of Polish direct investors .....	283
<b>Stanisław Urbański, Maciej Winiarz, Kacper Urbański:</b> Evaluation of the management of Polish investment funds in the last decade .....	295
<b>Aldona Uziębło:</b> Including the financial activity in the account of cash flows and verification of the correctness of financial statement.....	305
<b>Stanisław Wieteska:</b> Liability insurance of companies introducing electrical and electronic equipment.....	317
<b>Anna Wildowicz-Giegiel:</b> Competitive ability and profitability of enterprises in Poland in the years 2001-2010 .....	327
<b>Radosław Witczak:</b> Factors influencing the possibility of receiving the input tax in health care unites – chosen issues .....	335
<b>Elżbieta Wrońska-Bukalska:</b> Shares repurchases and dividend payout as methods of defense against hostile takeovers.....	343
<b>Stefan Wrzosek:</b> Critique of chosen propositions regarding real investment efficiency calculation .....	352
<b>Dariusz Zawadzka:</b> Impact of the financial markets crisis on the alternative European investment markets' standing .....	364
<b>Danuta Zawadzka, Agnieszka Strzelecka:</b> Term structure of agricultural companies' bank loan liabilities – comparative approach.....	376
<b>Beata Zyznarska-Dworczak:</b> Integration of management accounting instruments for cost management in modern enterprise.....	385

**Agata Sierpińska-Sawicz**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

---

## ALTERNATYWNE DO AKCJI FORMY LOKOWANIA KAPITAŁU I ICH STOPY ZWROTU

---

**Streszczenie:** Inwestorzy lokują kapitał w różnego rodzaju instrumenty finansowe, kierując się przy tym stopą zwrotu z inwestycji i poziomem ryzyka. Korzystają z instrumentów tradycyjnych (lokaty, obligacje, akcje, fundusze) oraz nowoczesnych, takich jak kruszce, alkohole czy produkty strukturyzowane. Stopy zwrotu z tradycyjnych form lokat w ostatnich latach nie były zbyt różnicowane. Lokaty w bony skarbowe dawały stopy zwrotu porównywalne z depozytami bankowymi i poziomem inflacji. Duże wahania stóp zwrotu były charakterystyczne dla funduszy akcji polskich spółek. Na inwestycjach w złoto inwestorzy powiększyli swój kapitał w większym stopniu niż na innych instrumentach. Również wysokie stopy zwrotu miały inwestycje w alkohol. Najwięcej inwestorzy tracili na produktach strukturyzowanych ze względu na inflację mimo ochrony kapitału.

**Słowa kluczowe:** inwestycje alternatywne, formy lokowania kapitału, stopy zwrotu z inwestycji.

### 1. Wstęp

We współczesnym świecie istnieje wiele różnorodnych sposobów inwestowania kapitału w alternatywne inwestycje. W szerokim ujęciu zaliczane są do nich wszystkie inwestycje poza depozytami, w węższym zaś do grona inwestycji alternatywnych należą wszystkie te, które nie są inwestycjami tradycyjnymi – akcjami i obligacjami, które czasami poszerzane są o inwestycje rynku pieniężnego [Potrykus 2012, s. 342]. Do instrumentów alternatywnych część autorów zalicza tylko: produkty strukturyzowane, fundusze hedgingowe, fundusze funduszy, fundusze *private equity/venture capital*, inwestycje w nieruchomości [Innowacje finansowe... 2008, s. 28]. W artykule mianem alternatywne określone zostały wszystkie formy lokowania kapitału poza lokatą w akcje. Zostały one podzielone na formy tradycyjne, takie jak depozyty bankowe, obligacje, fundusze inwestycyjne, oraz nowoczesne, czyli inwestowanie w nieruchomości lub kruszce, instrumenty pochodne, produkty strukturyzowane. Każda z tych metod charakteryzuje się indywidualnym poziomem ryzyka i stopą zwrotu.

Celem artykułu jest porównanie stóp zwrotu z różnych form lokowania kapitału. Stopy te kształtują bowiem skłonność inwestorów do lokowania środków w obligacje firm, akcje, fundusze, co zapewnia przedsiębiorstwom dopływ kapitału na realizację przedsięwzięć inwestycyjnych, mających wpływ na rozwój gospodarczy kraju. Problematyka stóp zwrotu z różnych instrumentów finansowych nabiera znaczenia w warunkach zmian w systemie OFE. Po likwidacji możliwości lokowania środków w obligacje Skarbu Państwa fundusze będą poszukiwać możliwości lokowania kapitału w instrumenty o optymalnej relacji stopa zwrotu–ryzyko.

## 2. Formy lokowania kapitału

Akcjonariusze dokonujący transakcji zakupu akcji spółki oczekują stopy zwrotu przewyższającej oprocentowanie bezpiecznych papierów wartościowych, takich jak obligacje skarbu państwa czy depozyty bankowe. Dzieje się tak dlatego, że funkcjonowanie każdego podmiotu działającego na rynku nierozłącznie wiąże się z ponoszeniem ryzyka operacyjnego i finansowego. Znajomość tego faktu prowokuje inwestorów giełdowych do odpowiedniego podejścia do wariacji cen akcji takich spółek. Akcjonariusze, świadomi wysokiego prawdopodobieństwa zaistnienia nieprzewidzianych zdarzeń, oczekują wysokiej stopy zwrotu z akcji jako nagrody za ponoszone ryzyko utraty części lub całości kapitałów [Paździor 2008, s. 38]. Lokując kapitał, kierują się stopą zwrotu z kapitału i poziomem ryzyka.

Formy lokat od najmniej ryzykownych do inwestycji o najwyższym ryzyku ze spodziewaną wysoką stopą zwrotu można usystematyzować w następujący sposób [Majewska-Bielecka 2012, s. 440; Iwanicz-Drozdowska i in. 2010, s. 134; Dębski 2010, s. 230]: obligacje skarbowe i municypalne, lokaty bankowe, produkty strukturyzowane z pełną gwarancją kapitału, obligacje przedsiębiorstw, jednostki funduszy inwestycyjnych, akcje dywidendowe dużych firm, pozostałe akcje dużych spółek, akcje średnich i małych firm, nieruchomości, metale szlachetne (m.in. złoto, platyna), towary giełdowe (m.in. metale przemysłowe, produkty rolne, paliwa), kontrakty *futures* (m.in. kontrakty na indeksy giełdowe, akcje firm, waluty), opcje giełdowe (m.in. opcje na indeksy giełdowe, akcje, waluty). Na podstawie wymienionych produktów mogą być budowane portfele inwestycyjne ze zdywersyfikowaną strukturą. Mogą znajdować się w nich zarówno aktywa o niskim poziomie ryzyka (m.in. obligacje rządowe), jak i bardzo ryzykowne instrumenty pochodne (m.in. kontrakty terminowe). Dywersyfikowanie portfela ma na celu obniżenie docelowego poziomu ryzyka całościowej inwestycji.

## 3. Struktura lokat kapitału w Polsce

Sposoby inwestowania środków przez instytucje finansowe w Polsce oraz gospodarstwa domowe prezentują dane zawarte w tabelach 1 i 2. Około 70% środków instytucje finansowe utrzymują w bankach. W wyniku kryzysu gospodarczego udział



sektora bankowego w lokowaniu środków pieniężnych zwiększył się w 2011 r. o 6,2 p.p. w relacji do roku 2007. W tym okresie zwiększył się również udział OFE, w 2007 r. wynosił on bowiem 11,5%, a w 2012 r. 13,7%.

**Tabela 1.** Struktura aktywów instytucji finansowych w Polsce w latach 2007-2012

Wyszczególnienie	Struktura (w %)					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sektor bankowy	65,4	73,8	71,0	69,6	71,6	68,9
OFE	11,5	9,8	12,0	13,3	12,4	13,7
TFI	11,0	5,3	6,3	7,0	6,5	7,7
Zakłady ubezpieczeń	10,5	9,8	9,3	8,7	8,1	8,3
SKOK	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
Podmioty maklerskie	1,0	0,6	0,7	0,5	0,6	0,5

Źródło: [Rozwój systemu finansowego w Polsce... 2012, 2013; Sprawozdanie... 2012].

Z raportów bankowych wynika, że tylko połowa Polaków posiada oszczędności. Struktura depozytów złożonych w polskich bankach pokazuje, że niewiele ponad 90% z nich to depozyty krótsze niż rok. Tymczasem w Europie Zachodniej odsetek długoterminowych lokat jest znacznie wyższy, a depozyty dwuletnie stanowią ponad 50% wszystkich rachunków deponujących lokaty [Rozwój systemu finansowego w Polsce... 2013].

**Tabela 2.** Struktura aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych w latach 2007-2012 (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Depozyty bankowe	36,2	45,6	45,4	44,1	48,8	47,6
OFE	18,9	18,7	20,9	22,9	23,4	25,6
TFI	14,8	6,9	7,3	7,8	6,5	6,6
UFK i ubezpieczenie na życie	8,5	9,2	8,0	7,7	3,9	4,3
Akcje notowane na GPW S.A.	8,3	3,8	4,9	5,3	4,1	3,7
Skarbowe papiery wartościowe	1,4	1,8	1,5	1,0	0,9	0,8
Nieskarbowe papiery wartościowe	0,5	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4
Depozyty w SKOK-ach	0,9	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4
Gotówka w obiegu (bez kas banków)	10,4	12,3	10,5	9,6	10,6	9,6

Źródło: [Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych... 2012].

Prawie 50% środków gospodarstw domowych ulokowana jest w bankach. Poziom tych lokat zwiększył się z 37,1% w 2007 r. do 49% w roku 2012. Wzrósł też

udział środków w OFE, ulokowana jest w nich już jedna czwarta środków. Największy spadek udziału środków gospodarstw domowych nastąpił w TFI i na giełdzie. O ile w 2007 r. gospodarstwa domowe miały ulokowane na giełdzie 8,3% posiadanych zasobów oszczędnościowych, to w 2012 r. było to tylko 3,7%. Atrakcyjność akcji jako formy lokaty wyraźnie spadła.

#### 4. Stopy zwrotu z tradycyjnych form lokowania kapitału

W tabeli 3 zaprezentowane zostały stopy zwrotu z wybranych aktywów w okresie ostatnich sześciu lat. Na początku kryzysu, w 2007 r., rentowność pokazanych w tabeli 3 form lokat była relatywnie wyrównana. Inwestycje w bony skarbowe w 2012 r. dawały stopę zwrotu zbliżoną do roku z początku kryzysu gospodarczego. Wyraźnie spadły stopy zwrotu z dwuletnich obligacji amerykańskich. Na akcjach spółek należących do S&P500 w 2008 r., kiedy kryzys gospodarczy się nasilił, inwestorzy stracili prawie 40% kapitału. Spadek cen na GPW w Warszawie był jeszcze głębszy i wynosił ponad 48%. Zauważyć jednak należy duże wahania cen akcji w poszczególnych latach badanego okresu.

**Tabela 3.** Stopy zwrotu z wybranych aktywów w latach 2007-2012

Wyszczególnienie	Stopy roczne w latach (w %)					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bony	4,2	5,7	6,7	4,2	4,3	4,5
UST2yt	4,8	3,3	0,9	1,1	0,6	0,3
WIG20	5,2	-48,2	33,5	14,9	-21,9	20,4
S&P500	3,5	-38,5	23,5	12,8	0,00	13,4

bony – rentowność polskich 52-tygodniowych bonów skarbowych o terminie zapadalności na koniec danego roku; US T2yt – rentowności amerykańskich dwuletnich obligacji o terminie zapadalności 31 grudnia; WIG 20 – akcje polskie; S&P500 – akcje amerykańskie

Źródło: [<http://intro.investors.pl/zloto/stopy-zwrotu>].

W 2009 r. akcje odrobiły straty, a wzrosty cen były imponujące. W kolejnym roku, 2010, wzrosty cen były wprawdzie niższe, ale w porównaniu z niską rentownością w bezpieczne lokaty nadal były relatywnie wysokie. Duże wahania wykazywały ceny akcji w ostatnich dwóch latach badanego okresu: od spadku 21,9% w roku 2011 do wzrostu o ponad 20% w 2012 r.

Według obliczeń analityków amerykańskiego banku inwestycyjnego Morgan Stanley akcje europejskie w 2011 r. dały 6-procentową stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału, z czego 4% stanowiły wypłaty dywidendy, a pozostałe dwa wynikiły z wykupu akcji. Według danych Hedge-Fonds-Gesellschaft GMO dywidendy w okresie 5-letnim stanowią ok. od 80 do 90% łącznej stopy zwrotu z akcji. Ana-

litycy tego funduszu uważają, że akcje przedsiębiorstw, które zapewniają wysoką dywidendę w okresie niskiego oprocentowania lokat, należy traktować jako całkiem odrębną klasę lokat kapitału. Papiery takie funkcjonują na rynku inaczej niż akcje zwykłe, przy których nie ma gwarancji otrzymania dywidendy. Akcje, od których firmy płacą dywidendy, są mniej podatne na wahania cen na giełdzie [Haedicke 2012, s. 21]. W tabeli 4 pokazane zostały stopy zwrotu z wybranych form inwestowania w Polsce.

**Tabela 4.** Stopy zwrotu z wybranych form inwestowania w Polsce w latach 2007-2012

Wyszczególnienie	Stopy roczne w latach (w %)					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Lokata bankowa terminowa	3,4	4,58	7,61	5,1	6,0	4,3
Stopy dywidend	2,0	3,1	3,6	2,4	2,9	3,9
Fundusze obligacji skarbowych	1,3	8,5	5,1	6,1	4,5	10,8
Fundusze dłużne uniwersalne	2,0	8,0	6,2	6,1	4,8	10,3
Fundusze inwestycyjne akcji polskich	10,7	-50,8	38,1	18,1	-26,2	20,25
Inflacja średnioroczna	4,0	3,3	3,5	2,5	4,7	3,7
Roczna stopa (redyskonto)	5,0	6,25	3,75	3,75	4,75	4,5

\* – stopa zwrotu z funduszy inwestycyjnych akcji polskich została obliczona na podstawie: [www.bossa.pl] dla 9 największych funduszy inwestycyjnych akcji polskich jako średnia arytmetyczna; realna stopa zwrotu z lokat w kwocie 5 tys. zł

Źródło: [<http://samcik.blox.pl/2011/12/Przecietny-roczny-zysk-z-funduszy-obligacji-to-5.htm>, <http://e-lokaty.pl/lokaty-bankowe/zyski-z-lokat-bankowych-na-rok-czasu.html>].

W 2007 r. lokaty bankowe były niżej oprocentowane niż inflacja, co oznacza, że inwestorzy tracili realnie na środkach ulokowanych w bankach. Od 2008 do 2012 r. bankowe lokaty terminowe miały stopę zwrotu wyższą niż inflacja. Niewielkie też były stopy zwrotu z funduszy obligacyjnych i były porównywalne z depozytami bankowymi. Średni roczny wynik funduszy obligacji skarbowych w 2012 r. był wyjątkowo wysoki i wyniósł 10,8%. Wynik ten był ponad dwukrotnie wyższy niż na koniec 2011 r. (4,8%).

Polskie fundusze dłużne uniwersalne wypracowały w 2012 r. stopę powyżej 10%, natomiast stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych akcji polskich wykazywały duże wahania. W 2008 r. spadek wartości zainwestowanych w nie środków wynosił prawie 51%, a w roku następnym wartość ta wzrosła o 38,11%. Spore straty ponieśli inwestujący w fundusze akcji w 2011 r. Jednak dobry dobór spółek do portfela inwestycyjnego zapewniał nie tylko dywidendę, ale i duży potencjalny zysk kapitałowy.

Zdecydowanie najważniejszym zjawiskiem w 2012 r., była – rozpoczęta już rok wcześniej – zmiana preferencji inwestorów. Przesunęli oni część środków do fun-

duższy dłużnych, którym sprzyjała dobra koniunktura na rynku obligacji skarbowych i korporacyjnych na świecie. Klienci chętnie nabywali jednostki kilku najbardziej popularnych funduszy. Fundusze papierów dłużnych inwestowały swoje środki w obligacje skarbowe z dłuższym terminem wykupu, a także w instrumenty rynku pieniężnego i obligacje komunalne. Stopy zwrotu funduszy papierów dłużnych za ostatni rok wahały się od 3,5% do nawet 12%, a średnie oprocentowanie przekroczyło 10% [Raport roczny 2012]. W latach 70. ubiegłego wieku średni okres posiadania akcji przez akcjonariuszy wynosił ok. 7 lat, podczas gdy obecnie to ok. 7 miesięcy. Powoduje to, że rynki są bardziej zmienne. Od kilku lat na rynkach finansowych rozwijają się też transakcje wysokiej częstotliwości (HFT – *high frequency trading*), które już objęły ponad 70% całego obrotu akcjami w Stanach Zjednoczonych. W reakcji na nie zarządy firm muszą poświęcić więcej uwagi inwestorom. Z badań McKinsey wynika, że w oczekiwaniach zawartych w cenie akcji firmy zwykle 70-90% dotyczy *cashflow* spodziewanych w kolejnych trzech i więcej latach. Tymczasem zarządzanie jest zdominowane przez wyniki wykazywane w kolejnych trzech miesiącach [Barton 2011, s. 86]. Teoretycznie inwestorzy instytucjonalni powinni myśleć w kategoriach długoterminowych, ponieważ beneficjenci ich funduszy mają swoje oczywiste interesy w kreacji wartości w długim okresie. Jednakże dzisiejsze standardowe praktyki budowania portfeli inwestycyjnych są takie, że zachęcają do krótkoterminowości. Jest oczywiste, że zachowania menedżerów funduszy przenoszą się na spółki, w które inwestują.

## 5. Alternatywne do tradycyjnych formy lokowania kapitału

Alternatywą wobec tradycyjnych form (lokaty bankowe, fundusze, inwestycje w akcje) jest lokowanie kapitału w srebro, złoto, platynę, dzieła sztuki czy alkohol. Fundusze oferujące tego typu inwestycje cieszą się, w dobie globalnego kryzysu finansowego, rosnącym zainteresowaniem. Oferują one konkurencyjne stopy zwrotu z inwestycji i umożliwiają skorzystanie np. z dobrej koniunktury na rynku metali.

**Tabela 5.** Stopy zwrotu z inwestycji w wybrane aktywa w latach 2007-2012

Wyszczególnienie	Stopy roczne (w %)					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Złoto	31,1	5,5	24,8	29,5	10,2	7,1
Miedź	6,5	-53,9	138,5	32,8	-22,6	6,3
Ropa	57,8	-55,7	87,3	14,8	8,2	-7,2

złoto – gold spot (XAUUSD); miedź, ropa – kontrakty *futures*

Źródło: [<http://intro.investors.pl/zloto/stopy-zwrotu>].

Najpopularniejszą formą inwestowania w kruszce jest lokowanie kapitału w złoto. Jest to jednak lokata długoterminowa. W złoto można inwestować tradycyjnie,

kupując sztabki i złote monety, albo m.in. poprzez fundusze inwestycyjne. Cykl hossy złota jest dłuższy niż akcji i surowców przemysłowych. Dodatkowo zmiany cen złota nie są skorelowane ze zmianami cen tych aktywów. Dzięki temu w skali roku złoto charakteryzuje się stabilnymi wzrostami na tle zmienności cen akcji i surowców, a jednocześnie wyższymi stopami zwrotu od papierów skarbowych. W efekcie ma to wpływ na ostateczną, skumulowaną stopę zwrotu [Kowalski 2010, s. 15].

Kolejną alternatywną formą inwestowania jest sztuka. Na rynek sztuki przyciąga inwestorów bezpieczeństwo lokaty. Za włączeniem sztuki do portfela przemawia jej minimalna korelacja z rynkami finansowymi. To prawdopodobnie najistotniejsza przyczyna ogromnego wzrostu zainteresowania sztuką w czasach kryzysu gospodarczego. Obroty na rynku dzieł sztuki w 2012 r. wynosiły 60,8 mln zł i były wyższe o 25,6% od obrotów w 2011 r. i 40,4% wyższe niż w roku 2010. Również pod względem liczby transakcji aukcyjnych w 2012 r. odnotowany został wzrost o 23,1% w relacji do roku 2011. W 2012 r. wylicytowanych zostało 6630 przedmiotów, tj. najwięcej od 1989 r. i blisko dwukrotnie więcej niż w 2008 r. [Baranowski, s. 149, 173].

**Tabela 6.** Rynek sztuki w świecie i w Polsce

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Wartość światowego rynku sztuki (w mld EUR)	48,1	42,2	28,3	43,0	46,1	43,0
Obroty na rynku dzieł sztuki w Polsce (w mln zł)	b.d.	b.d.	37,5	43,3	48,4	60,8
Liczba wylicytowanych obiektów w Polsce (sztuk)	3212	3540	3427	3886	5384	6630

Źródło: [McAndrew 2013, s. 173].

Dla inwestora najważniejsza jest jednak stopa zwrotu z kapitału wyłożonego na zakup dzieła. Stopy te były bardzo wysokie w relacji do innych form lokowania środków. Przykładowe stopy zwrotu cen obrazów wybranych autorów, oparte na średnim wzroście w podanych niżej okresach, wynosiły [Baranowski, s. 173]:

K. Mikulski	okres	2008-2009	–	289,5%
A. Marczyński	okres	2005-2009	–	269,2%
F. Fangor	okres	2009-2010	–	259,3%
J. Modzelewski	okres	2009-2010	–	254,6%
S. Gierowski	okres	2006-2009	–	222,1%

Średnia roczna stopa zwrotu z 800 powtórných sprzedaży (*repeat sales*), które miały miejsce w Polsce w okresie 20 lat, wynosiła 25,7%. W analogicznym okresie akcje spółek z indeksu WIG20 osiągnęły roczną stopę zwrotu na poziomie 8,7%. Okres inwestycji w sztukę musi być jednak znacznie dłuższy niż w odniesieniu do innych alternatywnych produktów inwestycyjnych.

Mało popularną, ale charakteryzującą się wysoką stopą zwrotu inwestycji jest lokowanie kapitału w whisky. Coraz powszechniejsze w Polsce staje się również inwestowanie w wino. W okresie 3 lat firmy organizujące tego rodzaju inwestycje zebrały ponad 100 mln złotych, a decyzje o podjęciu takiej inwestycji powzięło ok. 300 tysięcy osób. Rynek win inwestycyjnych ma kilka unikatowych i specyficznych cech, które odróżniają go od innych kategorii aktywów alternatywnych. Najważniejszą z nich jest brak możliwości wykonywania krótkoterminowych spekulacji – koszty transakcyjne są zbyt wysokie, a płynność (z punktu widzenia spekulanta) zbyt niska. Wino inwestycyjne jest więc i pozostanie dość bezpieczną lokatą dla inwestorów, chcących oprzeć swoje zyski na strategicznej nierównowadze stale rosnącego popytu bogacących się konsumentów i ograniczonej podaży [Piwecki 2012, s. 20].

Na giełdzie GPW w Warszawie dostępna jest szeroka gama instrumentów pochodnych. Inwestorzy mają do dyspozycji kontrakty na indeksy WIG20 oraz WIG40, kontrakty walutowe oraz opcje na indeks WIG20 (tab. 7).

**Tabela 7.** Liczba i poziom obrotów instrumentami pochodnymi na GPW w Warszawie

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Kontrakty terminowe ogółem, WIG20, WIG40, na akcje, na CHF, EUR, USD						
Wartość obrotu ogółem (mln zł)	662 876	30 3423	254 550	330 472	353 124	207 477
Wolumen ogółem (tys. sztuk)	.	12 085	13 225	13 614	14 280	10 212
Liczba otwartych pozycji na koniec roku	53 430	73 475	110 199	124 504	115 275	122 749
Jednostki indeksowane						
Wartość obrotu ogółem (w tys. zł)	28 206	87 30	8 197	8 938	13 043	6 439
Wolumen ogółem (sztuk)	.	3 6327	42 161	36 240	50 040	28 610
Liczba otwartych pozycji na koniec roku	11 181	8 823	13 125	13 281	12 385	10 665

Źródło: [Rocznik Giełdowy 2008, s. 196; Rocznik Giełdowy 2013, s. 199].

Dużą popularnością cieszą się opcje, gdyż można z nich złożyć różne strategie, które pozwalają zarabiać w przypadku realizacji określonego scenariusza rynkowego. Ponadto można określić maksymalny poziom strat i zysku. Z tego instrumentu korzystają zarówno inwestorzy indywidualni, jak i instytucjonalni. Na rynku amerykańskim połowa funduszy inwestycyjnych wykorzystuje opcje do zarządzania portfelem. W Polsce opcje zyskują coraz większą popularność, czego dowodem są dynamicznie rosnące wolumeny obrotu tym instrumentem oraz wzrastające zainteresowanie naszym rynkiem ze strony zagranicznych instytucji [Rocznik Giełdowy 2013, s. 192]. W tabeli 7 pokazane zostały obroty instrumentami pochodnymi i jednostkami indeksowanymi na GPW w Warszawie. Od 2009 r. obroty kontaktami terminowymi rosły do roku 2011. W ostatnim roku badanego okresu wystąpił głębo-

ki spadek, bo aż o 41,3% wartości obrotów tymi kontraktami. Inwestorzy znacznie zmniejszyli zaangażowanie środków na giełdzie (tab. 2).

Instrumenty pochodne często posiadają w swojej konstrukcji produkty strukturyzowane. Są one dość zróżnicowane pod względem zasady działania oraz ryzyka. Na GPW najpopularniejsze produkty strukturyzowane to tzw. trackery, czyli instrumenty naśladujące zmiany wskaźnika rynkowego (głównie surowców, produktów rolnych, indeksów giełdowych, kursów akcji, koszyków różnych instrumentów itp.). Umożliwiają one zarabianie zarówno na wzrostach, jak i na spadkach wskaźnika rynkowego (tzw. certyfikaty short). Instrumentami mniej ryzykownymi niż trackery i warranty opcyjne są produkty z częściową ochroną kapitału. Zdecydowanie większa część zainwestowanego kapitału ulokowana jest w bezpiecznych aktywach, np. w obligacjach czy lokatach bankowych, natomiast druga część inwestycji pracuje nad wygenerowaniem założonej stopy zwrotu [*Rocznik Giełdowy 2013*, s. 84]. Liczbę i poziom obrotów produktami strukturyzowanymi pokazują dane zawarte w tabeli 8.

**Tabela 8.** Liczba i poziom obrotów produktami strukturyzowanymi w latach 2007-2012

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Liczba produktów strukturyzowanych oferowanych w Polsce	123	337	455	462	487	297
Liczba notowanych serii na koniec roku	12	46	70	148	206	343
Wartość obrotów (tys. zł)	25 252	78 088	156 118	285 188	350 224	164 332
Średnia wartość transakcji	14 854	9412	9406	12 146	10 972	8 578

Źródło: [*Rocznik Giełdowy 2008*, s. 74; *Rocznik Giełdowy 2013*, s. 85].

Produkty strukturyzowane oparte są na różnych rodzajach aktywów. Na walutach opiera się 44,7% z nich, na surowcach 19,7%, na indeksach 14,9%, na akcjach 13,2%, na instrumentach hybrydowych 3,1%, a na pozostałych instrumentach niewiele ponad 3%. Wartość trwających struktur szacuje się obecnie na 20 mld zł. Najmniej przewidywalne, a zatem najbardziej ryzykowane są struktury 10-15-letnie. W ostatnich pięciu latach spośród 800 produktów połowa nie wykazała zysku lub przyniosła stratę, ok. 25% zarabiała mniej niż lokata, 25% dawało zysk powyżej 5%, a tylko nieliczne zarobiły ponad 10%. Liczba notowanych na GPW w Warszawie serii na koniec 2012 r. wynosiła 343, a w 2011 r. było to 206 serii wyemitowanych łącznie przez 7 międzynarodowych instytucji finansowych. W 2012 r. giełda poszerzyła ofertę produktów strukturyzowanych o certyfikaty turbo, trackery, warranty na WIG20 oraz certyfikaty faktor, które umożliwiają inwestowanie ze stałą dźwignią w surowce (złoto, srebro, ropa naftowa, cukier, i kukurydza), oraz indeksy giełdowe (EURO, STOXX50, WIG20 oraz DAX) [*Rocznik Giełdowy 2013*, s. 85].

Dzięki nim inwestorzy mogą uzyskać ekspozycję m.in. na akcje notowane na giełdach zagranicznych, na zmiany cen ropy, metali szlachetnych czy płodów rolnych. W 2011 r. obroty na GPW produktami strukturyzowanymi wynosiły 350 mln zł, a w 2012 r. spadły do 164 mln zł. Dla wielu inwestorów produkty strukturyzowane stanowią ciekawą formę dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. W Polsce struktury notowane na GPW są popularne przede wszystkim wśród inwestorów indywidualnych. W Europie Zachodniej, szczególnie w przypadku ETF-ów, ważną rolę odgrywają inwestorzy instytucjonalni, chociaż w Polsce wraz z rozwojem rynku ich znaczenie również będzie rosło.

## 6. Podsumowanie

Zaprezentowane alternatywne możliwości lokowania kapitału wykazały, że inwestorzy zmniejszyli zaangażowanie na giełdzie na rzecz bezpieczniejszych form lokat, charakteryzujących się mniejszym ryzykiem. W 2007 r. gospodarstwa domowe miały zaangażowane na giełdzie 8,3% ogółu środków, a w 2012 r. było to już tylko 3,7%. Duża gama alternatywnych do akcji instrumentów finansowych pokazuje, że giełda ma silnych konkurentów. Stopy zwrotu z bonów skarbowych i lokat oraz stopy dywidend różniły się nieznacznie i były zbliżone do średniej inflacji i rocznej stopy redyskontowej. W 2012 r. stopy te wahały się od 3,7 do 4,5%, podczas gdy roczne stopy zwrotu z funduszy inwestujących w akcje polskich spółek wykazywały wahania od spadku o 50,8% do wzrostu o 20,3%. W Polsce średnie stopy dywidend są niższe niż dochody z alternatywnych źródeł inwestowania w postaci depozytów bankowych czy odsetek od obligacji. Stąd polityka dywidend musi być na tyle atrakcyjna, by inwestorzy byli zainteresowani zakupem akcji. Należy ponadto zauważyć, że inwestorzy w Polsce mają tendencję do krótkoterminowego inwestowania środków, co powoduje, że wielu z nich nie będzie oczekiwać dochodów z przyrostu cen akcji w długim okresie, lecz będzie wybierać akcje spółek przynoszące stały dochód w postaci dywidendy. Łączna stopa zwrotu z akcji obejmująca oprócz dywidend również zyski kapitałowe jest porównywalna ze stopą depozytów bankowych i wykazuje spore wahania głównie pod wpływem zmian cen akcji.

## Literatura

- Baranowski K., *Inwestowanie w sztukę*, Difin, Warszawa 2013.
- Barton D., *Capitalism for the LongTerm*, „Harvard Business Review”, March 2011.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Haedicke G., *Eine Klassefuersich*, „Financial Times Deutschland” 2012, no. 29/08.
- Innowacje finansowe*, red. S. Antkiewicz, M. Kalinowski, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W.L., Zawadzka Z., *Bankowość. Zagadnienia podstawowe*, Poltext, Warszawa 2010.
- Kowalski W.S., *Restauracja złotej monarchii*, „Rynek Kapitałowy” 2010, nr 12.



- Majewska-Bielecka D., *Charakterystyka alternatywnych instrumentów inwestycyjnych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 689: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 50, Wydawnictwo US, Szczecin 2012.
- McAndrew C., *The international art market in 2012*, Artnet 2012.
- Paździor A., *Mankamenty zysku księgowego jako miernika oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, „Przegląd Organizacji” 2008, nr 4.
- Piwecki M., *Inwestycja w wino*, „Profit Journal” 2012, nr 1.
- Potrykus M., *Inwestycje alternatywne i ich korelacja z rynkiem inwestycji tradycyjnych*, [w:] *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Rynki finansowe*, Zeszyty Naukowe UE w Katowicach, nr 106, Wydawnictwo UE w Katowicach, Katowice 2012.
- Raport roczny IZFiA 2012, [www.izfia.pl](http://www.izfia.pl).
- Rocznik Gieldowy 2008*, GPW, Warszawa 2009
- Rocznik Gieldowy 2012*, GPW, Warszawa 2013.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 roku oraz 2012 roku*, Departament Systemu Finansowego NBP, Warszawa 2012, 2013, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), dostęp: 4.02.2014.
- SkateFocus, *Rynek Sztuki w Polsce*, Skate’s Market Research 2013.
- Sprawozdanie z działalności Komisji Nadzoru Finansowego 2012*, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl), dostęp: 4.02.2014.
- Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych w IV kwartale 2012 r.*, [http://www.izfa.pl/files\\_user/Raporty%20roczne%20i%20podsumowania%20roku/Raport%20roczny%20\\_IZFiA\\_2012.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/Raporty%20roczne%20i%20podsumowania%20roku/Raport%20roczny%20_IZFiA_2012.pdf).
- <http://e-lokaty.pl/lokaty-bankowe/zyski-z-lokat-bankowych-na-rok-czasu.html>.
- <http://intro.investors.pl/zloto/stopy-zwrotu>, dostęp: 4.02.2014.
- <http://samcik.blox.pl/2011/12/Przecietny-roczny-zysk-z-funduszy-obligacji-to-5.htm>.
- <http://www.ekonomia rp.pl/artukul/967423.html?print=tak&p=0>, [www.fundusze24.pl](http://www.fundusze24.pl).
- [www.bossa.pl](http://www.bossa.pl).

## ALTERNATIVE TO STOCKS FORMS OF CAPITAL INVESTING AND THEIR RATES OF RETURN

**Summary:** Investors can invest their capital in various financial instruments. Their decisions are driven by particular rates of return and levels of risk. They can either invest in traditional instruments (deposits, bonds, stocks, funds) or modern ones such as precious metals, alcohol or structured products. Over the last few years traditional investments have brought similar profits. Investing in treasury bonds gave comparable rates of return to deposits and inflation level. Serious fluctuations of rates of return were characteristic for Polish stock funds. Investing in gold yielded higher profits than different instruments. Buying alcohol also ended with high returns. Structured products turned out to be the least profitable and despite capital protection generated losses due to inflation.

**Keywords:** alternative investments, forms of capital investing, investments’ rates of return.