

**Lucjan Czechowski\***

**Anna Maria Pochmara\*\***

## **Weryfikacja efektywności wybranych strategii inwestycyjnych rynku akcji Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie**

### **Wstęp**

Inwestowanie polega na zrezygnowaniu z bieżącej konsumpcji oraz ulokowaniu oszczędności w inwestycje, po to, aby uzyskać więcej środków pieniężnych w przyszłości [Milewski, 2002, s. 160]. Inwestor, co do zasady, chce uzyskać jak największą stopę zwrotu z inwestycji przy uwzględnieniu wszystkich jego oczekiwań, lęków, nadziei, umiejętności czy nawet zasad moralnych, którymi się kieruje. Preferencje inwestora odnoszące się do przedmiotu inwestycji oraz sposobu inwestowania przez niego środków pieniężnych są uwarunkowane między innymi jego skłonnością do podejmowania ryzyka, długością okresu, na jaki chce on ulokować swoje środki w inwestycję, czy też postrzeganiem przez niego poszczególnych spółek, których akcje ma on możliwość zakupić.

Żeby świadomie zarządzać kapitałem, który zainwestował, oraz móc uwzględnić wszystkie swoje preferencje, inwestor powinien ustalić strategię inwestowania jeszcze przed przystąpieniem do inwestycji. W tym celu inwestor może przyjąć do stosowania jedną ze znanych już strategii. Może też przejąć elementy kilku strategii lub stworzyć od podstaw swoją własną strategię, najlepiej odpowiadającą jego profilowi. Strategia inwestycyjna pomaga inwestorowi w wyznaczeniu ścieżki dotarcia do założonego celu inwestycji [Ostrowska, 2007, s. 161]. Istotne jest jednak nie tylko, aby posiadać strategię inwestycyjną i konsekwentnie ją stosować, ale także, aby dopasować ją do specyfiki danej inwestycji oraz własnych potrzeb. Dobrze dobrana strategia inwestycyjna podnosi szanse na powodzenie inwestycji, rozumiane jako osiągnięcie celu wyznaczonego przez inwestora. Każda strategia pomaga zatem w przezwyciężeniu chęci działania pod wpływem impulsu strachu czy euforii.

---

\* Prof. UG, dr hab., Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, l.czechowski@op.pl

\*\* Mgr, Niestacjonarne Studia Doktoranckie, Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, anna.pochmara@gmail.com

Inwestor w trakcie trwania inwestycji może chcieć reagować na zmiany cen akcji pod wpływem emocji. Posiadając jednak strategię, będzie on świadomy możliwych wahań cen, mając na uwadze wyznaczony cel inwestycji. Będzie czuł się bezpieczniej, wiedząc, że wciąż znajduje się na wyznaczonej ścieżce.

Celem artykułu jest próba weryfikacji skuteczności wybranych strategii inwestycyjnych, które mogą być wykorzystane na rynku akcji. Badania zostały przeprowadzone na rynku akcji Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. Artykuł ma na celu przybliżenie założeń wybranych strategii, próbę oceny efektywności ich zastosowania, a także próbę podkreślenia istoty stosowania strategii inwestycyjnych w inwestowaniu na rynku akcji.

## **1. Podział strategii inwestycyjnych**

Inwestorzy przez lata stworzyli wiele różnorodnych strategii inwestowania. Istnieje także wiele ich podziałów. Główny podział strategii inwestycyjnych opiera się na kryterium horyzontu czasowego inwestycji. W ramach tego podziału wyróżnia się strategie oparte na trendzie krótkookresowym, średniookresowym oraz długookresowym [Perz, 2008, s. 51].

Pierwszy z wymienionych typów strategii to strategie oparte na trendzie krótkookresowym. Inwestorzy, którzy stosują te strategie, nazywani są graczami giełdowymi. Inwestorzy ci interesują się głównie akcjami, których ceny nie są stabilne, ale zmieniają się znacznie każdego dnia. Istotą strategii opartych na trendzie krótkoterminowym jest bowiem rozpoczęcie oraz zakończenie inwestycji w ramach tej samej sesji giełdowej lub utrzymanie jej jedynie przez kilka dni [Ostrowska, 2007, s. 165–166].

Kolejny z wyszczególnionych typów strategii inwestycyjnych to strategie oparte na trendzie średniookresowym. Inwestorzy lokujący środki w ramach takich strategii nazywani są spekulantami. Strategie wchodzące w skład tej grupy polegają na przetrzymywaniu zakupionych akcji przez okres od kilku tygodni do kilku miesięcy w nadziei, że ich cena zmieni się dla inwestora korzystnie [Perz, 2008, s. 51].

Ostatnim typem inwestycji z wymienionych w ramach kryterium horyzontu czasowego są strategie oparte na trendzie długookresowym. Preferujący korzystanie ze strategii znajdujących się w tej grupie nazywani są inwestorami. Okres przetrzymywania akcji w przypadku tego typu strategii waha się od kilku miesięcy do kilku lat i dłużej. Inwesto-

rzy liczą, że cena akcji zmieni się, z korzyścią dla nich, w długim okresie, zatem nie zważają oni na codzienne lub cotygodniowe korekty cen, oceniając opłacalność inwestycji w długim horyzoncie czasowym [Perz, 2008, s. 51].

Obok podziału uznawanego przez wielu autorów za podstawowy istnieją także inne podziały strategii inwestycyjnych. Kolejnym rozróżnieniem jest ich zaklasyfikowanie do strategii konwencjonalnych oraz niekonwencjonalnych. Za strategie konwencjonalne uznano strategie, które akceptowane są przez szerokie grono inwestorów i nie budzą dużych kontrowersji. Wskazać tu można następujące przykłady [Ostrowska, 2007, s.166–168; Baryłko, Mikos, 1994, s. 37–44; Thorp, 2008, s. 17]:

1. **Contrarian.** Inwestor, który stosuje tę teorię, bazuje na sile tłumy giełdowego. Wie on, że tłum, który popada w dużą euforię, może zbyt korzystnie ocenić poziom cen, tym samym je przewartościowując. Analogicznie, w przypadku strachu odczuwanego przez tłum giełdowy czy jego pesymizmu, akcje mogą być niedowartościowane. Inwestując zgodnie ze strategią *contrarian*, inwestor działa przeciw trendowi cen akcji, przeciw zachowaniom tłumy giełdowego. Jeżeli cena akcji staje się coraz niższa, inwestor czeka na moment, który będzie odpowiedni do kupienia waloru. Wie on bowiem, że reakcja tłumy zaważyła na obniżaniu się owej ceny i akcja wkrótce będzie niedowartościowana. Gdy natomiast emocje tłumy giełdowego opadają, a cena akcji wzrasta, inwestor stosujący strategię *contrarian* sprzedaje posiadane akcje, realizując zyski. Strategia ta wymaga od inwestora posiadania pewnych cech, między innymi wyjątkowej intuicji oraz szybkiego, logicznego kojarzenia za sobą zjawisk. Potwierdzeniem niezbędności posiadania wymienionych cech jest przykład zastosowania tej strategii w momencie znacznych problemów jednego z dostawców energii. Inwestor posiadający te cechy zorientuje się, że akcje innych źródeł energii wzrosną z tego powodu i wówczas je kupuje. Zwolennikiem strategii *contrarian* jest między innymi Warren Buffett, znany amerykański inwestor giełdowy.
2. **Strategia gra na trzy pas.** Strategia ta bazuje na założeniu, że rynek zawsze wykonuje dwa kroki w przód, a następnie jeden krok w tył. Inwestor stosujący tę strategię kupuje akcje na jednej sesji, na kolejnej przygląda się, jak ceny akcji rosną, a na następnej sprzedaje je, tuż przed ich krótką korektą techniczną. W takiej chwili najchętniej kupuje te akcje *contrarian*. Strategia ta wymaga od inwestora posiadania kilku cech. Jedną z nich jest bardzo dobra znajomość całego

- rynku akcji. Jest ona przydatna z uwagi na fakt inwestowania za każdym razem w akcje innych spółek. Inwestor musi więc śledzić notowania akcji wszystkich spółek, w które skłonny jest ulokować środki pieniężne. Inwestor stosujący tę strategię musi się liczyć z odprowadzaniem do biura maklerskiego znacznej prowizji, co wynika z dużej liczby wykonywanych transakcji.
3. **Strategia konsekwentnego kroku.** Inwestor stosujący się do zaleceń tej strategii, kupując akcje, kieruje się konkretną przesłanką, która według niego sprawi, że cena akcji wzrośnie. Utrzymuje on akcje w swoim portfelu, jeśli przesłanka jest aktualna. Gdy się ona zdezaktualizuje, sprzedaje akcje. Przesłanką taką może być na przykład rozpoczęcie odkrywki nowych źródeł surowca. Stosowanie tej strategii wymaga od inwestora dużo cierpliwości oraz opanowania. Chęć przeniesienia środków na inne aktywa może być duża, szczególnie z uwagi na znaczący czas trwania inwestycji.
  4. **Strategia poszukiwania lidera giełdowego.** W ramach tej strategii inwestor poszukuje spółki, która odbiega od innych spółek z jej sektora, czy też nawet od całego rynku, pod względem zyskowności. Takimi spółkami są najczęściej spółki modne wśród inwestorów i mediów. Fragmenty wywiadów z prezesami tych spółek cytowane są w mediach z dużą częstotliwością, spółki te osiągają wysokie miejsca w rankingach, popyt na akcje tych spółek jest duży, a ich sprawozdania finansowe prezentują dobre wyniki. Całość tych zjawisk spowodowana jest przez ich korzystny image. Obok omówionego profilu spółek w inwestowaniu zgodnie z tą strategią istotną rolę odgrywają także spółki, które mają znaczącą szansę na wygranie przetargów związanych z zamówieniami publicznymi. Inwestorzy, którzy lokują swoje środki zgodnie z zasadami tej strategii, upatrują w otrzymaniu przez spółkę zamówienia publicznego wzrostu jej zysków, a zatem wzrostu ceny jej akcji.
  5. **Strategia udziału w publicznych emisjach akcji.** Strategia ta bazuje na przekonaniu, że podczas emisji nowych akcji przez spółkę ceny ustalane w dniu emisji są cenami najniższymi, po jakich inwestorzy, którzy zdecydowali się zakupić akcje, będą skłonni je sprzedać. Zakłada się więc, że cena akcji powinna już jedynie wzrastać w czasie. Zgodnie z tym przekonaniem inwestowanie w nowo emitowane akcje jest uznawane za inwestycję relatywnie bezpieczną, szczególnie w długim horyzoncie czasowym, za czym idzie także znaczący popyt na te akcje.

6. **Strategia gry na sezonach.** Strategia ta funkcjonuje przy założeniu, że ceny akcji odzwierciedlają sytuację finansową spółki. Wyniki finansowe spółki uzależnione są od wartości sprzedanych przez nią dóbr oraz usług, jeśli więc sprzedaż rośnie, wzrasta także cena akcji spółki. Strategia ta zakłada także występowanie regularnych wahań wartości sprzedaży spowodowanych między innymi uwarunkowaniami pogodowymi czy zmianami pór roku. Strategii gry na sezonach nie można zastosować jednak do każdej spółki. Widoczna musi być bowiem sezonowość działalności – za przykład może tu posłużyć produkcja płaszczy jesiennych, kaloszy czy parasoli. Inwestor, który zastosuje się do zasad tej strategii, kupi na przykład akcje spółki odzieżowej szyjącej płaszcze jesienne przed jesienią, a więc przed rozpoczęciem się sezonu na produkty spółki. Działając w ten sposób, zgodnie z założeniami strategii, zakupi on akcje po cenie niższej i będzie mógł je sprzedać innym inwestorom po cenie wyższej w trakcie trwania sezonu. Sezonowość widoczna jest jednak także w ramach spółek produkujących asortyment dostępny przez cały rok, który jest jedynie modyfikowany sezonowo lub sprzedawany w pewnych okresach z większą częstotliwością. Przykładem może tu być spółka produkująca wyroby czekoladowe, wiadomo bowiem, że w okresie Świąt Bożego Narodzenia czy Wielkanocy sprzedaż wyrobów czekoladowych znacznie wzrasta. Istnieją także spółki słabo lub też wcale niepodlegające zjawisku sezonowości. Do tej grupy zaliczyć można głównie spółki, które oferują usługi lub dobra niematerialne. Inwestor stosujący zasady tej strategii powinien działać z wyprzedzeniem i cechować się umiejętnością przewidywania faktów. Aby móc uzyskać profit, powinien on bowiem kupić akcje spółki już gdy pojawią się pierwsze symptomy wzrostu sprzedaży.
7. **Metoda trepa – metoda stałej kwoty kapitału akcyjnego.** Inwestor, działając zgodnie z tą metodą, utrzymuje przez cały czas taką samą kwotę środków pieniężnych w formie akcji. Gdy cena akcji wzrośnie, inwestor przenosi uzyskaną nadwyżkę środków pieniężnych na poczet bezpieczniejszych inwestycji, gdy natomiast spadnie, strata pokrywana jest z owych bezpieczniejszych inwestycji. Sprawia to, że utrzymuje on w akcjach wciąż taką samą kwotę. Strategia ta odpowiada inwestorom charakteryzującym się silną awersją do ryzyka, którym nie przeszkadzają relatywnie niskie zyski płynące z takiego inwestowania.

8. **Strategia analizowania ruchów Pioneera.** Strategia ta wymaga od inwestora analizowania ruchów inwestycyjnych, a więc zakupów i sprzedaży akcji, największego funduszu powierniczego względem zaangażowania na rynku. Strategia bazuje na przekonaniu, że w takim funduszu zatrudnia się jedynie najlepszych specjalistów w tym sektorze. Inwestor porównuje wzrost jednostki uczestnictwa funduszu do wzrostu wartości indeksu WIG, co pozwala mu na ocenę zaangażowania funduszu na rynku. Inwestor, widząc, że zaangażowanie to obniża się, powinien sprzedawać akcje, jest to bowiem zgodnie z wytycznymi tej strategii sygnał, że specjaliści zatrudnieni w funduszu dopatrzili się niebezpieczeństwa płynącego z rynku. Warto także dodać, że samo wycofanie się funduszu z danej inwestycji może być powodem spadków kursów akcji, z uwagi na jego duże zaangażowanie.
9. **Strategia agresywnego zarządzania portfelem.** Strategia ta odpowiednia jest dla inwestorów cechujących się dużą skłonnością do podejmowania ryzyka. Dąży ona bowiem do osiągnięcia jak największej stopy zwrotu, przede wszystkim większej od odpowiadającego danemu portfelowi benchmarku, czy też większej od sektora. Inwestor stosujący tę strategię musi liczyć się z częstym dokonywaniem transakcji na giełdzie, co wiąże się z dużymi kosztami prowizji odprowadzanych do biur maklerskich. Oprócz skłonności do podejmowania ryzyka inwestora realizującego tę strategię charakteryzować musi także wiedza na temat rynku oraz umiejętność identyfikowania niedowartościowania oraz przewartościowania akcji przez rynek.
10. **Strategia pasywnego zarządzania portfelem.** Inwestor stosujący tę strategię chce uzyskać stopę zwrotu odpowiadającą oferowanej przez dany segment giełdy czy dany indeks giełdowy. Inwestor lokuje swoje środki w akcje wszystkich, składających się na dany segment czy indeks spółek.
11. **Strategia skoncentrowana.** Wymaga ona dobrej znajomości rynku przez inwestora. Zgodnie z tą strategią musi on bowiem odnaleźć w tłumie spółek giełdowych te, które przynoszą ponadprzeciętne zyski, i ulokować w nie większość swoich środków pieniężnych przeznaczonych na inwestycje. Inwestor powinien następnie, zgodnie z tą strategią, utrzymywać środki ulokowane w tych spółkach mimo krótkoterminowych wahań ich cen.

Obok strategii konwencjonalnych do inwestowania w akcje stosowane są także przez niektórych inwestorów strategie niekonwencjonalne. Są to strategie cieszące się popularnością jedynie w wybranych grupach inwestorów, nie zaś w ramach całej ich populacji. Skuteczność niekonwencjonalnych strategii inwestowania nie została w pełni ani potwierdzona, ani zanegowana. Strategie te jednak bazują na zjawiskach, które w opinii wielu osób nie są uznawane za racjonalne. Przykładami strategii niekonwencjonalnych są [Baryłko, Mikos, 1994, s. 37–44]:

1. **Strategia mały i fanaberii.** Strategia ta opiera się na założeniu braku ustalonych łańcuchów zdarzeń, twierdząc, że każde zdarzenie jest losowe. Stosując tę strategię, inwestor rzuca lotkami do planszy z wyrysowanymi tabelami giełdowymi. Pole symbolizujące akcje spółki, na którym zatrzyma się lotka, oznacza, że cena akcji tej spółki wzrośnie.
2. **Strategia stawiania horoskopów spółkom.** Założenia tej strategii mówią o wpływie położenia gwiazd na zmiany cen akcji wybranych spółek.
3. **Strategia obserwowania zmian faz księżyca.** Inwestor stosujący tę strategię obserwuje zmiany w fazach księżyca i każdej z faz przypisuje okres hossy lub bessy.
4. **Strategia mierzenia ciśnienia atmosferycznego.** Ta strategia opiera się na pomiarach ciśnienia atmosferycznego i dopasowaniu do wskazań ciśnieniomierza zachowań cen akcji na rynku.
5. **Strategia szukania nazw spółek w Biblii.** Inwestor, który lokuje swoje środki pieniężne zgodnie z tą strategią, szuka nazw spółek lub wyrazów, które przypominają mu nazwy spółek w Biblii. Niektórzy inwestorzy szukają także w Biblii wskazówek do zainwestowania środków w daną spółkę.

Mimo że wymienione strategie niekonwencjonalne wydają się bazować w dużej mierze na szczęściu inwestora, niektórzy z nich im ufają. Wymienione strategie mogą zaskakiwać i budzić niedowierzanie. Warto jednak zauważyć, że ceny akcji oraz ich zmiany nie zależą jedynie od powiązań podmiotów na rynku kapitałowym z sektorami gospodarki, rozwoju przedsiębiorstw konkurencyjnych wobec tych podmiotów czy na przykład od zmian politycznych i prawnych. Zależą one w dużej mierze także od ludzkiej psychiki, od postrzegania tych podmiotów przez tłum giełdowy czy też przez samodzielnych inwestorów o znacznym kapitale. Psychika inwestorów, ich emocje czy oczekiwania, są zmienne w czasie i przestrzeni i trudne do dokładnego usystematyzo-

wania. Można stwierdzić, że zmiany cen akcji na rynku kapitałowym nie są w pełni usystematyzowane i kierować nimi może przypadek, tym bardziej, że nie każdy inwestor wybiera obiekt inwestycji w pełni świadomie, a to przecież on kreuje popyt na akcje.

Zarówno strategie konwencjonalne, jak i niekonwencjonalne są dopuszczane do stosowania wśród inwestorów. Istnieje jednak katalog strategii inwestycyjnych, które nie mogą być stosowane na polskim rynku kapitałowym. Zostały one zabronione na mocy prawa. Niektóre z nielegalnych strategii inwestycyjnych to [Dusza, 1999, s. 111–112]:

1. **Wykorzystanie informacji wewnętrznej.** Inwestor w tej strategii kupuje akcje wcześniej niż inni inwestorzy dzięki posiadaniu niejawnych informacji. Informacje te mogły uprzednio wyciec z firmy lub inwestor może mieć do nich dostęp poprzez pracę, którą wykonuje. Informacją taką może być zapewnienie o podpisaniu istotnego kontraktu przez obie strony w niedalekiej przyszłości albo wyniki badań nad nowym produktem. Informacje te, jeśli nie zostały jeszcze przedstawione do publicznej wiadomości, nie mogą być podstawą do przeprowadzania transakcji na rynku kapitałowym. Powodem tego jest fakt, że inwestor kupujący akcje przed ogłoszeniem tych informacji może uzyskać znacznie większą stopę zwrotu niż inwestor, który kupi akcje po jej ogłoszeniu.
2. **Manipulacja rynkiem.** Manipulować rynkiem może jedynie inwestor posiadający znaczący kapitał. Może on zainwestować wszystkie swoje środki w jedną spółkę. Wówczas na rynku zapanować może przekonanie, że inwestorzy, którzy ulokowali środki w tę spółkę, muszą posiadać informacje o wzroście cen akcji w niedalekiej przyszłości i inni inwestorzy obserwujący rynek także zakupią akcje danej spółki. Inwestor o znaczącym kapitale może dzięki takiemu ulokowaniu swoich pieniędzy chcieć manipulować uczestnikami rynku i powodować określone konsekwencje ich zachowań.
3. **Czysty handel.** Strategia ta bazuje na odsprzedawaniu jednego pakietu akcji między poszczególnymi podmiotami zaangażowanymi w proceder. Aby zrealizować tę strategię, niezbędne jest uczestniczenie w mechanizmie co najmniej dwóch podmiotów. Celem jest stworzenie wrażenia podwyższenia popytu na akcje danej spółki prowadzące do wzrostu ceny akcji.
4. **Uprowadzanie operacji.** Strategię tę stosować mogą jedynie pośrednicy giełdowi. Pośrednik kupuje akcje, a następnie sprzedaje je drożej na wykonaniu zlecenia, które złożył jego klient. Strategia ta funkcjo-



nuje jednak jedynie przy założeniu, że zlecenie złożone przez klienta jest na tyle duże, że podniesie cenę akcji.

5. **Przelewanie.** Ta strategia może być stosowana tylko przez pośredników giełdowych, ponieważ do jej wykonania potrzebne są środki osoby trzeciej. Pośrednik wykorzystuje bowiem swoje uprawnienia do dysponowania środkami pieniężnymi klienta, realizując większą niż niezbędna liczbę transakcji giełdowych. Zwiększa on tym samym swoją prowizję, zmniejszając stopę zwrotu z inwestycji swojego klienta.

Inwestor może wybrać jedną lub kilka z dostępnych strategii inwestowania. W zależności od tego, jakie wartości on wyznaje, jakie jest jego ustosunkowanie do ryzyka czy do oczekiwanej stopy zwrotu, może on wybierać wśród wielu różnorodnych strategii inwestycyjnych. Aby spróbować jeszcze bardziej podnieść swoje szanse na powodzenie inwestycji, może stworzyć swoją własną strategię i to ją wdrażać w życie. Ważne jest jedynie, aby nie była to jedna z nielegalnych strategii inwestycyjnych oraz to, żeby była ona przez inwestora faktycznie stosowana.

## 2. Metoda badania

Postanowiono sprawdzić efektywność wybranych strategii inwestycyjnych. Z puli strategii do wyboru odrzucono strategie nielegalne z uwagi na niepoprawność moralną oraz zakaz ich stosowania w świetle polskiego prawa. Odrzucono także strategie niekonwencjonalne, z uwagi na brak niezbędnych do ich stosowania umiejętności, takich jak stawianie horoskopów. Wybrano zatem sześć strategii inwestycyjnych z katalogu strategii konwencjonalnych.

Strategie stosowano na zdarzeniach przeszłych. Analizowano wykres cen akcji spółki, która odpowiadała założeniom danej strategii i wnioskowano, w którym momencie inwestor zainwestowałby w spółkę najkorzystniej, zgodnie z zasadami danej strategii, a w którym najkorzystniej by ją sprzedał. Badano stopę zwrotu z inwestycji oraz okres, w jakim dana strategia przynosi pożądane efekty.

Podczas badania celowo pominięto element opłat za utrzymywanie rachunku maklerskiego, opłat transakcyjnych, niezbędności uiszczenia podatku od wzbogacenia się oraz innych kosztów. Celem badania było bowiem pokazanie w sposób możliwie uproszczony efektywności inwestowania w wybrane strategie inwestycyjne.

### 3. Studia przypadków

Do badania wybrano sześć strategii inwestycyjnych, które akceptowane są powszechnie przez inwestorów i nie budzą dużych kontrowersji. Wybrano strategię:

1. *Contrarian*.
2. Konsekwentnego kroku.
3. Poszukiwania lidera giełdowego.
4. Udziału w publicznych emisjach.
5. Gry na sezonach.
6. Analizowania ruchów Pioneera.

Pierwsza z wymienionych strategii, strategia *contrarian*, opierająca się na działaniu przeciwko rynkowi, sprawdziła się podczas *credit crunchu* w 2008 roku na polskiej giełdzie papierów wartościowych. Ceny akcji spółek z sektora finansowego były wtedy znacznie zaniżane poprzez malejące zaufanie do tego sektora. Akcje największych banków, które notowane były w indeksie WIG 20, przed tym okresem wyceniane były na 180–300 zł, natomiast w trakcie kryzysu nawet na 60–80 zł za akcję. Myśl przewodnia strategii *contrarian* to stworzone przez barona Rothschilda stwierdzenie: „Kupuj, gdy na ulicach jest krew, nawet jeśli jest to twoja krew”. Inwestorzy, którzy postąpili zgodnie z tą radą, już w pierwszym kwartale 2009 roku mogli sprzedawać akcje banków z zyskiem. Ceny tych akcji zaczęły bowiem wzrastać, a ostatecznie wzrosły one nawet trzykrotnie.

Zjawisko *credit crunchu* dotyczyło wielu banków notowanych na GPW S.A. w Warszawie, także akcji BRE Banku. Banku, który ma długoletnią historię oraz stabilną pozycję gospodarczą [[http://www.brebank.pl/O\\_BRE\\_Banku/historia](http://www.brebank.pl/O_BRE_Banku/historia)]. Cena akcji BRE Banku przed 2008 rokiem, dokładnie 17 października 2007 roku, wynosiła 600 zł. Była to historycznie najwyższa cena akcji tego przedsiębiorstwa. W kolejnych okresach cena akcji BRE Banku spadała regularnie wraz z rosnącym obniżaniem się zaufania ludności do sektora finansowego. W dniu 2 marca 2009 roku cena za akcję BRE Banku wyniosła już jedyne 92,7 zł. Tak radykalny spadek ceny akcji wynikający z rosnącego braku zaufania do spółki i złej oceny wartości akcji przez rynek, a nie z jej problemów finansowych czy innych jedynie jej dotyczących, jest sygnałem dla inwestorów stosujących strategię *contrarian*. Taki inwestor, kupując akcje szczęśliwie po najniższej możliwej cenie, a więc po cenie z 2 marca 2009 roku, osiągnąłby pewny zysk. Cena akcji tej spółki nigdy później nie była aż tak niska. Największą cenę po kryzysie akcje BRE Banku osiągnęły natomiast 27

kwietnia 2011 roku. Kosztowały one wówczas 349 zł za akcję. Gdyby inwestor stosujący tę strategię ulokował swoje środki w dniu, w którym cena akcji byłaby najniższa, i sprzedał ją szczęśliwie w dniu, w którym byłaby ona najwyższa, osiągnąłby on zysk w kwocie 256,3 zł za jedną akcję, a więc osiągnąłby stopę zwrotu równą 276,48% w okresie niewiele dłuższym niż 2 lata [[http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLBRE0000012/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLBRE0000012/#wykres)].

Można założyć, że strategia *contrarian* sprawdza się na polskim rynku kapitałowym w okresie znacznego niedoszacowania wartości akcji przez inwestorów. Dzięki stosowaniu tej strategii inwestor może osiągnąć relatywnie duże zyski w stosunkowo niedługim horyzoncie czasu.

Drugą z wymienionych strategii jest **strategia konsekwentnego kroku**. Polega ona na znalezieniu przesłanki, która spowoduje wzrost ceny akcji danej spółki w przyszłości, a następnie zakupieniu akcji spółki i utrzymywaniu ich w swoim portfelu tak długo, jak długo przesłanka ta jest aktualna. Na osiągnięcie pożądanego zysku poprzez stosowanie tej strategii inwestor może oczekiwać niestety długiego okresu, gdyż dana przesłanka może wpłynąć na wartość firmy dopiero po długim czasie. Efektywność tej strategii pokazana została na przykładzie Kulczyk Oil Venture S.A., spółki, której działalność polega na poszukiwaniu oraz wydobywaniu ropy naftowej i gazu. Jest to międzynarodowa spółka posiadająca swoje inwestycje na Ukrainie, w Brunei oraz Syrii, która notowana jest na GPW S.A. w Warszawie od połowy 2010 roku [<http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artukul/kulczyk;oil;ventures;natrafil;na;zloza;gazu;na;ukrainie,187,0,686779.html>].

Dla inwestorów lokujących swoje środki pieniężne zgodnie z zasadami strategii konsekwentnego kroku przesłanką będącą sygnałem do zakupu akcji spółki mogłaby być informacja o nowych odwiertach prowadzonych z sukcesem, czy też nowych lokalizacjach zakupionych przez spółkę. Dla inwestora lokującego środki według tej strategii przesłanką mogła być zatem informacja, która ukazała się w mediach 3 lutego 2011 roku mówiąca o natrafieniu przez spółkę na liczne obszary gazu na Ukrainie. Po ukazaniu się tej informacji ceny akcji spółki wzrosły natychmiast o 23% w porównaniu z dniem poprzednim. Niestety kurs akcji spółki już kolejnego dnia zaczął spadać i nie osiągnął do dnia dzisiejszego tak wysokiego poziomu jak 3 lutego 2011 roku [[http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/CA5012401058/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/CA5012401058/#wykres)].

Podobna sytuacja miała miejsce 2 czerwca 2010 roku. W mediach ukazała się wówczas informacja o natrafieniu na możliwe złoza ropy w Brunei przez partnera KOV S.A. oraz o bardzo dobrych wynikach wstępnej oceny tej inwestycji. Cena akcji spółki wzrosła tego dnia o 22%, osiągając pułap 2,27 zł za akcję [<http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artukul/partner;kov;natrafil;na;mozliwe;zloze;ropy;w;brunei,180,0,627892.html>; [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/CA5012401058/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/CA5012401058/#wykres)]. Jednak już następnego dnia, podobnie jak w poprzednim omawianym przypadku, cena akcji zaczęła spadać [[http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/CA5012401058/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/CA5012401058/#wykres)].

Inwestorzy, którzy kupiliby akcje spółki KOV.S.A. wraz z pojawieniem się którejkolwiek z omawianych przesłanek do zakupu i trzymali je w swoich portfelach, mogliby jedynie stracić swoje oszczędności. Nie potwierdziła się więc skuteczność strategii konsekwentnego kroku.

Trzecią z wymienionych strategii jest **poszukiwanie lidera giełdowego**. Liderem giełdowym może być spółka aktualnie uważana za modną, cechująca się wysokim popytem czy też zajmująca wysokie miejsca w rankingach. Inwestorzy upatrują w takich spółkach szansy na wzrost cen ich akcji.

Według rankingu popularności spółek prowadzonego przez portal Bankier.pl w 2011 roku najpopularniejszą wśród inwestorów była spółka Petrolinvest S.A. Istotne jest, że jej pozycja w rankingu jest relatywnie stabilna. Ranking wyznaczany był na podstawie liczby wejść na internetowy profil spółki oraz płynności obrotów akcjami spółki [<http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/ranking.html>]. Mimo popularności, jaką cieszy się ta spółka wśród inwestorów, traci ona na wartości od momentu wejścia na giełdę papierów wartościowych. W 2011 roku straciła 62% swojej wartości [<http://www.bankier.pl/wiadomosc/Ranking-spolek-2011-r-Miejsce-1-PETROLINV-2460420.html>].

Strategia inwestowania w najpopularniejszą spółkę giełdową nie sprawdziła się na przykładzie spółki Petrolinvest S.A. Inwestor, który ulokowałby środki na początku roku 2011 w tę spółkę, a zakończył inwestycję wraz z końcem tego roku, straciłby 62% zainwestowanych środków pieniężnych.

Czwartą z wymienionych strategii jest **udział w publicznych emisjach akcji**. Zakłada ona, że inwestorzy nie będą chcieli sprzedać zakupionych w ramach emisji akcji po cenie niższej niż cena zakupu. Zgodnie z założeniami strategii cena akcji spółki powinna więc wzrosnąć w średnim lub długim okresie. W dniu 15 maja 2010 roku po raz pierwszy

odbyła się emisja akcji spółki PZU S.A.. Jest to spółka o długoletniej historii, z kapitałem Skarbu Państwa stanowiącym 35,19% całości kapitału oraz kapitałem ING Otwartego Funduszu Emerytalnego z udziałem 5,03% [[http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLPZU0000011/#akcjonariat](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLPZU0000011/#akcjonariat)]. Pozostała część akcji wystawiona została na sprzedaż w ramach pierwszej emisji akcji spółki. Kurs otwarcia w dniu emisji akcji wyniósł 349 zł. Kurs zamknięcia tej sesji giełdowej był już 11 zł wyższy. Z obserwacji historycznych kursów cen akcji tej spółki wynika, że największa cena akcji odnotowana została 21 września 2010 roku i wynosiła 411 zł za akcję. Zysk inwestora na jednej posiadanej akcji to więc maksymalnie 62 zł. Warto także zauważyć, że spółka w sierpniu 2010 roku wypłaciła dywidendę w kwocie 10,91 zł za każdą akcję. Łączny zysk inwestora wyniósł zatem 72,91 zł za każdą posiadaną akcję. Zysk ten zostałby przez inwestora osiągnięty w okresie 4 miesięcy od rozpoczęcia inwestycji, a więc w średnim okresie inwestowania. Jednak gdyby inwestor nie sprzedał akcji w dniu ich najwyższej ceny, mógłby on na nich stracić w długim okresie. Cena akcji spółki PZU S.A. po 21 września 2010 roku przyjęła trend spadkowy [[http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLPZU0000011/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLPZU0000011/#wykres)].

Piątą z wymienionych strategii inwestycyjnych jest **strategia gry na sezonach**. Strategia ta zakłada wzrost ceny akcji poprzez jej odzwierciedlanie aktualnej sytuacji finansowej spółki. Wskazuje ona na zwiększające się zyski ze sprzedaży w pewnych okresach, sezonach. Wykorzystanie tej strategii przedstawione zostało na przykładzie spółki Budvar CENTRUM S.A. produkującej okna, która funkcjonuje w Polsce od lat 90. XX wieku. Jest ona obecnie jednym z liderów w dziedzinie stolarki drzwiowej oraz okiennej na terenie Polski [<http://www.budvar.pl/pl/firma/o-spolce.html>]. Działalność tej spółki jest działalnością sezonową, co widoczne jest dla inwestorów na wykresie cen jej akcji. Najwięcej okien i drzwi montuje oraz kupuje się od wiosny do jesieni i wówczas ceny akcji spółki są najwyższe. W lipcu 2008 roku cena akcji wyniosła 5,3 zł. W połowie października natomiast już jedynie 4,85 zł. Cena spadała aż do początku marca, gdy osiągnęła najniższy historycznie poziom 1,52 zł za akcję. W 2009 roku sezon wzrostów rozpoczął się od wyraźnego szczytu 27 kwietnia 2009 roku z ceną 3,03 zł za akcję, następnie na początku lipca cena akcji spółki osiągnęła pułap 4,13 zł za akcję, by w sezonie zimowym spaść aż do 2,6 zł. Podobnie w roku 2010 najwyższa cena akcji odnotowana była w okresie letnim [[http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLBDVR000018/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLBDVR000018/#wykres)].

Inwestor, który wie, jak zachowywały się historycznie ceny akcji danej spółki, może próbować przewidzieć, jak zachowają się one w kolejnych latach. Inwestor, który szczęśliwie ulokowałby swoje oszczędności 21 grudnia 2009 roku, a więc w zimie kupiłby jedną akcję za 2,53 zł, a następnie mógłby sprzedać ją 5 sierpnia 2010 roku za 3,7 zł, zyskując 1,17 zł. Jego stopa zwrotu wyniosłaby wówczas 46,25% [[http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLBDVR000018/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLBDVR000018/#wykres)]. Co potwierdza efektywność wykorzystania tej strategii inwestycyjnej na polskim rynku kapitałowym.

Szóstą strategią z wymienionych jest **strategia analizowania ruchów Pioniera**. Inwestor, zakładając słuszność decyzji oraz znaczenie kompetencji pracowników zatrudnionych w największym pod względem zaangażowania funduszu powierniczym, stara się, zgodnie z założeniami tej strategii, inwestować swoje środki w te same co on spółki. Na polskim rynku takim funduszem jest Pioneer Pekao TFI. Jego aktywa netto w kwietniu 2012 roku wynosiły 14 365 mln zł [<http://fundusze.onet.pl/analizy/aktywa-funduszy-inwestycyjnych-kwiecien2012,1,5127337,artykul.html>]. Fundusz ten istnieje na rynku od prawie 20 lat [<http://www.magazyn.pioneer.com.pl/o-nas,14,1,pl>]. Pioneer Pekao TFI posiada 36 subfunduszy. Wśród nich znajduje się subfundusz Pioneer Akcji Polskich, w ramach którego inwestorzy mogą inwestować w spółki o solidnych fundamentach, które są niedoceniane przez innych inwestorów. Dla inwestorów dostępne są informacje o sposobie doboru spółek do portfela. Pioneer Pekao TFI informuje bowiem, że spółki oceniane są pod względem prognozowanych sprawozdań finansowych, danych historycznych, jakości oraz charakteru produktów oferowanych przez spółkę, kadry zarządzającej spółką, sieci dystrybucji, pozycji rynkowej spółki czy też ogólnych możliwości rozwoju danej spółki [[http://www.pioneer.com.pl/files/doc/prospekty/zmiany\\_01\\_02\\_2012/2012%2002%2001%20PFIO\\_prospekt.pdf](http://www.pioneer.com.pl/files/doc/prospekty/zmiany_01_02_2012/2012%2002%2001%20PFIO_prospekt.pdf)]. Ponadto wiadomo, że inwestuje on co najmniej 80% środków w akcje spółek, natomiast maksymalnie 20% w instrumenty wierzycielskie, a więc papiery skarbowe czy też depozyty bankowe [[http://www.pioneer.com.pl/files/doc/prospekty/zmiany\\_01\\_02\\_2012/2012%2002%2001%20PFIO\\_prospekt.pdf](http://www.pioneer.com.pl/files/doc/prospekty/zmiany_01_02_2012/2012%2002%2001%20PFIO_prospekt.pdf)]. Informacje o tym, w jakie dokładnie spółki oraz jaki procent środków inwestuje subfundusz, znajdują się jednak jedynie w sprawozdaniach finansowych. Inwestor może więc nie być w stanie zastosować tej strategii inwestycyjnej z powodu nieaktualności niezbędnych informacji, a co za tym idzie – różnicy w stopach zwrotu funduszu oraz inwestora.

Gdyby jednak istniał sposób na zdobycie przez inwestora dokładnych danych o posunięciach inwestycyjnych subfunduszu, a więc gdyby jednak inwestor był w stanie naśladować kroki subfunduszu w czasie rzeczywistym, osiągałby on taką samą stopę zwrotu co ów subfundusz. Za okres od 1996 roku, a więc daty powstania subfunduszu, do roku 2012 stopa zwrotu subfunduszu Pioneer Akcji Polskich wyniosła 419%. Benchmarkiem dla tego portfela jest indeks WIG, który w owym okresie osiągnął stopę zwrotu jedynie na poziomie 226,44% [[http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por\\_wyniki/agrsywny\\_skumulowany.swf](http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por_wyniki/agrsywny_skumulowany.swf)]. Stopa zwrotu z subfunduszu przewyższyła więc znacznie stopę zwrotu z rynku. Średnioroczna stopa zwrotu z omawianego subfunduszu to, znacznie upraszczając, 26%.

Przy założeniu możliwości uzyskania przez inwestora informacji o posunięciach subfunduszu w czasie rzeczywistym lub z niewielkim opóźnieniem można stwierdzić opłacalność tej strategii w długim horyzoncie czasu.

#### 4. Podsumowanie wyników badań

Wybrano sześć strategii inwestycyjnych spośród strategii konwencjonalnych. Sprawdzono efektywność każdej z nich na przykładzie wybranej, zgodnie z zasadami danej strategii, spółki. Nie wszystkie z omawianych strategii okazały się być dla inwestora korzystne. Niektóre z nich okazały się efektywne jedynie przy zastosowaniu się przez inwestora do dodatkowych warunków. Ceny akcji w momencie rozpoczęcia omawianych inwestycji oraz w momencie ich zakończenia, a także stopy zwrotu osiągnięte z inwestycji przedstawiono w tabelicy 1.

**Tablica 1. Stopy zwrotu uzyskane z zastosowania wybranych strategii inwestycyjnych**

Strategia inwestycyjna	Podmiot studium przypadku	Cena akcji (w PLN) na		Stopa zwrotu (w %)
		początku inwestycji	końcu inwestycji	
<i>Contrarian</i>	BRE Bank S.A.	92,70	349	276
Konsekwentnego kroku	Kulczyk Oil Ventures S.A.	1,78	2,19	23
Poszukiwania lidera giełdowego	Petrolinvest S.A.	6,09	2,29	-62
Udziału w publicznych emisjach	PZU S.A.	349	411	18
Gry na sezonach	Budvar CEN-TRUM S.A.	2,53	3,70	46,25

Analizowania ruchów Pioniera	Subfundusz Pioneer Akcji Polskich	-	-	416
------------------------------	-----------------------------------	---	---	-----

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [[http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLBRE0000012/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLBRE0000012/#wykres), dostęp dnia 26.05.2012, [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/CA5012401058/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/CA5012401058/#wykres), dostęp dnia 23.04.2012, [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/CA5012401058/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/CA5012401058/#wykres), dostęp dnia 23.04.2012, [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLPZU0000011/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLPZU0000011/#wykres), dostęp dnia 23.04.2012, [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLBDVR000018/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLBDVR000018/#wykres), dostęp dnia 26.05.2012, [http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por\\_wyniki/agresywny\\_skumulowany.swf](http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por_wyniki/agresywny_skumulowany.swf), dostęp dnia 26.05.2012, [http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por\\_wyniki/agresywny\\_roczny.swf](http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por_wyniki/agresywny_roczny.swf), dostęp dnia 26.05.2012].

W procesie sprawdzania efektywności każdej z wybranych strategii istotne znaczenie miał okres, na jaki ulokowane zostały środki pieniężne inwestora. Okres trwania inwestycji dla wybranych strategii, a także wnioski z przeprowadzonych badań zostały zaprezentowane w tablicy 2.

**Tablica 2. Okres inwestycji oraz skuteczność wybranych strategii inwestycyjnych**

Strategia inwestycyjna	Dzień rozpoczęcia inwestycji	Dzień zakończenia inwestycji	Okres inwestycji	Skuteczność strategii	Dodatkowe informacje
<i>Contrarian</i>	02.03.2009	27.04.2011	ok. 2 lata	skuteczna	-
Konsekwentnego kroku	02.02.2011	03.02.2011	1 dzień	nieskuteczna	strategia ta powinna być stosowana długoterminowo, ale w takiej formie nie jest ona skuteczna
Poszukiwania lidera giełdowego	01.01.2011	31.12.2011	1 rok	nieskuteczna	-
Udziału w publicznych emisjach	15.05.2010	21.09.2010	ok. 4 miesiące	skuteczna	-
Gry na sezonach	21.12.2009	05.08.2010	ok. 7,5 miesiąca	skuteczna	sprawdza się jedynie dla wybranych spółek
Analizowania ruchów Pioniera	01.01.1996	31.12.2011	16 lat	skuteczna	trudno uzyskać dane dla realizowania tej strategii

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [[http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLBRE0000012/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLBRE0000012/#wykres), dostęp dnia 26.05.2012, [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/](http://www.gpw.pl/karta_spolki/)]



CA5012401058/#wykres, dostęp dnia 23.04.2012, [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/CA5012401058/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/CA5012401058/#wykres), dostęp dnia 23.04.2012, [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/CA5012401058/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/CA5012401058/#wykres), dostęp dnia 23.04.2012, [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLPZU0000011/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLPZU0000011/#wykres), dostęp dnia 23.04.2012, [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLBDVR000018/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLBDVR000018/#wykres), dostęp dnia 26.05.2012, [http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por\\_wyniki/agresywny\\_skumulowany.swf](http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por_wyniki/agresywny_skumulowany.swf), dostęp dnia 26.05.2012, [http://www.pioner.com.pl/files/swf/por\\_wyniki/agresywny\\_roczny.swf](http://www.pioner.com.pl/files/swf/por_wyniki/agresywny_roczny.swf), dostęp dnia 26.05.2012].

Jak pokazuje tablica 1, analizowana łącznie z tablicą 2, efektywność strategii *contrarian* potwierdziła się dla badanego przypadku bez żadnych dodatkowych założeń. Jednak już efektywność strategii gry na sezonach nie sprawdziła się dla wszystkich spółek, których akcje potencjalnie mogłyby stanowić przedmiot inwestycji. Wiele spółek prowadzi bowiem działalność, która uważana jest za sezonową. W trakcie przeprowadzania badania sprawdzono jednak wykresy cen akcji więcej niż jednej spółki prowadzącej taką działalność i nie stwierdzono na nich widocznych sezonowych wahań. Dla spółki, której wykres cen akcji wskazywał na taką sezonowość, historycznie strategia ta się sprawdziła. Można zatem uznać, że zastosowanie strategii gry na sezonach może przynieść inwestorowi zyski. Należy jednak zawrzeć tu warunek o konieczności sprawdzenia przez inwestora wpływu sezonowości produktów na ceny akcji danej spółki w przeszłości. Jeżeli warunek ten zostanie spełniony, inwestor będzie mógł zainwestować swoje środki zgodnie ze strategią gry na sezonach oraz zgodnie ze specyfiką spółki, mając przekonanie o dużym prawdopodobieństwie osiągnięcia zysku z inwestycji. Podobnie jak dwie już omówione także inwestowanie zgodnie z zasadami strategii udziału w publicznych emisjach okazałoby się dla inwestora dobrym sposobem na osiągnięcie zysku. Założenia strategii mówią, że inwestor wykorzystujący tę strategię może spodziewać się zysków w średnim lub długim okresie. Skuteczność tej strategii została potwierdzona jednak jedynie w średnim okresie, w długim okresie natomiast inwestor poniósłby stratę na inwestycji w badanym przypadku. Nie wyklucza to jednak skuteczności tej strategii w długim okresie w ramach innych przypadków, które nie zostały potwierdzone podczas tego badania.

Z sześciu strategii, których efektywność sprawdzana była podczas omawianego badania, dwie strategie nie przyniosły inwestorom oczekiwanych rezultatów mimo stosowania się do ich zasad. Była to strategia poszukiwania lidera giełdowego, która okazała się przynosić inwestorom straty, oraz strategia konsekwentnego kroku, która także nie

przyniosła oczekiwanych rezultatów w swojej pierwotnej wersji. Warto jednak zauważyć, że druga z wymienionych strategii mogłaby przynieść inwestorowi zysk, gdyby ten zakupił akcje zgodnie z zaistniałą przesłanką i sprzedał je tego samego dnia. Zauważono bowiem, że cena akcji spółki wzrastała wraz z pojawieniem się informacji o zaistnieniu przesłanki i spadała począwszy od kolejnego dnia. Jeżeli więc inwestor śledziłby działalność spółki i kupował akcje w dni, w których w mediach pojawiają się informacje o przesłance, oraz sprzedawał je pod koniec tej samej sesji istnieje możliwość, że zyskałby on na tej transakcji.

Ostatnią z sześciu badanych strategii jest strategia analizowania ruchów Pioniera. Zastosowanie jej przez inwestora zgodnie z jej wszystkimi założeniami byłoby dla inwestora opłacalne. Informacje potrzebne do jej zastosowania są jednak niemożliwe lub niezwykle trudno dostępne w czasie rzeczywistym. Podobnie czas między uzyskaniem informacji przez inwestora a samym ruchem funduszu także mógłby być znaczący dla uzyskanej przez inwestora stopy zwrotu. Nie można zatem w pełni sprawdzić, jak w warunkach rynkowych prezentuje się stosowanie tej strategii inwestycyjnej.

## **Zakończenie**

Rynek kapitałowy, nie tylko w Polsce, podlega ciągłej przemianie. Od czasów, gdy akcjami handlowano w elitarnych klubach, do dziś, gdy akcje kupić może niemalże każdy, wiele się zmieniło. Przemianom podlegają także reguły rządzące rynkiem kapitałowym. Sam rynek służyć miał między innymi do sprawiedliwej wyceny wartości spółek na nim będących. Zmiany w otoczeniu spółki, które miały wpływ na wartość spółki dla akcjonariuszy, z założenia powinny zostać odzwierciedlone w ramach ceny akcji tej spółki. Jednak w obecnych czasach, gdy wzrasta znaczenie transakcji o charakterze spekulacyjnym, w odniesieniu do spółek najbardziej płynnych nie można mieć pewności co do rzetelności wyceny ich wartości przez rynek. Podobnie dzieje się z uwagi na coraz liczniejsze i bardziej złożone próby oszustw na rynkach kapitałowych, także poprzez sztuczne podwyższanie wartości spółki. Dlatego też strategie inwestycyjne, które niegdyś stosowane były przez inwestorów z powodzeniem, przy obecnym stanie rynku kapitałowego mogą nie znaleźć zastosowania w ich pierwotnej formie. Może być potrzebna niewielka lub też znaczna modyfikacja reguł, które stanowią ich podstawę, na co wskazały przeprowadzone badania. Należy także zauważyć, że obok zmieniającego się nieustannie rynku kapitałowego zmianom ule-

gają także pozostałe rynki nieuchronnie powiązane z omawianym, sposoby funkcjonowania spółek oraz ich profile działalności czy chociażby sama mentalność inwestorów. Wskazane jest zatem przed zastosowaniem w rzeczywistości wybranej strategii inwestycyjnej, nawet takiej, która cieszyła się wśród inwestorów dużą popularnością, sprawdzić jej efektywność choćby na danych historycznych. Wybierając w tym celu spółkę, w którą rzeczywiście inwestor chciałby ulokować swoje środki, może on przybliżyć się do odpowiedzi nie tylko na pytanie, czy sama strategia jest nadal aktualna i przyniesie mu oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji, ale także, czy jest ona odpowiednia i możliwa do zastosowania w ramach inwestowania w akcje danej spółki. Przed przystąpieniem do inwestycji warto zatem uwzględnić zmieniające się otoczenie i sprawdzić efektywność wybranej strategii inwestycyjnej, aby choćby minimalnie zmniejszyć ryzyko utraty ulokowanych w inwestycję oszczędności.

## Literatura

1. Baryłko B., Mikos J. (1994), *Giełda krok po kroku, poradnik inwestora giełdowego*, wyd. Poltext, Warszawa.
2. Dusza M. (1999), *Rynek kapitałowy w Polsce, narodziny, pierwsze dziesięciolecie, perspektywy*, wyd. Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
3. <http://fundusze.onet.pl/analizy/aktywa-funduszy-inwestycyjnych-kwiecien-2012,1,5127337,artykul.html> (2012), dostęp dnia 26.05.2012.
4. <http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/ranking.html> (2012), dostęp dnia 23.04.2012.
5. <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Ranking-spolke-2011-r-Miejsce-1-PETROLINV-2460420.html> (2012), dostęp dnia 23.04.2012.
6. [http://www.brebank.pl/O\\_BRE\\_Banku/historia/](http://www.brebank.pl/O_BRE_Banku/historia/), dostęp dnia 26.05.2012.
7. <http://www.budvar.pl/pl/firma/o-spolce.html>, dostęp dnia 26.05.2012.
8. [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/CA5012401058/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/CA5012401058/#wykres), dostęp dnia 23.04.2012.
9. [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLBDVR000018/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLBDVR000018/#wykres), dostęp dnia 26.05.2012.
10. [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLBRE0000012/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLBRE0000012/#wykres), dostęp dnia 26.05.2012.

11. [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLPZU0000011/#akcjonariat](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLPZU0000011/#akcjonariat), dostęp dnia 23.04.2012.
12. [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki/PLPZU0000011/#wykres](http://www.gpw.pl/karta_spolki/PLPZU0000011/#wykres), dostęp dnia 23.04.2012.
13. <http://www.magazyn.pioneer.com.pl/o-nas,14,1,pl> (2012), dostęp dnia 26.05.2012.
14. <http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/arttykul/kulczyk;oil;ventures;natrafil;na;zloza;gazu;na;ukrainie,187,0,686779.html> (2010), dostęp dnia 23.04.2012.
15. <http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/arttykul/partner;kov;natrafil;na;mozliwe;zloze;ropy;w;brunei,180,0,627892.html> (2010), dostęp dnia 23.04.2012.
16. [http://www.pioneer.com.pl/files/doc/prospekty/zmiany\\_01\\_02\\_2012/2012%2002%2001%20PFIO\\_prospekt.pdf](http://www.pioneer.com.pl/files/doc/prospekty/zmiany_01_02_2012/2012%2002%2001%20PFIO_prospekt.pdf) (2012), dostęp dnia 26.05.2012.
17. [http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por\\_wyniki/agresywny\\_roczny.swf](http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por_wyniki/agresywny_roczny.swf) (2012), dostęp dnia 26.05.2012.
18. [http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por\\_wyniki/agrsywny\\_skumulowany.swf](http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por_wyniki/agrsywny_skumulowany.swf) (2012), dostęp dnia 26.05.2012.
19. [http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por\\_wyniki/agrsywny\\_skumulowany.swf](http://www.pioneer.com.pl/files/swf/por_wyniki/agrsywny_skumulowany.swf) (2012), dostęp dnia 26.05.2012.
20. Milewski R. (2002), *Podstawy ekonomii*, wydanie drugie, poprawione, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
21. Ostrowska E. (2007), *Rynek kapitałowy – funkcjonowanie i metody oceny*, PWE, Warszawa.
22. Perz P. (2008), *Sztuka inwestowania, analiza techniczne, strategie inwestycyjne i zarządzanie ryzykiem na GPW*, wyd. K.E. Liber, Warszawa.
23. Thorp W.A. (2008), *David'a Dreman Contrarian Strategy: profiting from the market's "mistakes"*, <http://www.aaii.com/journal/article/david-dreman-s-contrarian-strategy-profiting-from-the-market-s-mistakes-.pdf>, dostęp dnia 30.03.2014.

## Streszczenie

Niniejszy artykuł porusza problem efektywności oraz aktualności stosowanych przez inwestorów strategii inwestycyjnych. Zarówno w czasach obecnych, jak i w minionych latach inwestorzy szukali sposobu na skuteczne oraz pewne pomnożenie swoich środków pieniężnych. Obecnie powszechnie wiadomo, że nie istnieje jeden, najlepszy sposób na inwestowanie oszczędności. Uznaje się jednak zasadność stosowania strategii inwestycyjnych w praktyce

jako sposobu na przybliżenie możliwości osiągnięcia zamierzonego celu inwestycyjnego.

Artykuł uzasadnia potrzebę stosowania przez inwestorów strategii inwestycyjnych, pokazuje jednak, że nie wszystkie strategie są warte stosowania. Artykuł traktuje także o zmianach, jakie zachodzą na rynkach finansowych oraz w mentalności inwestorów, które powodują, że również strategie lokowania środków na rynkach finansowych powinny ulegać zmianom i dopasowywać się do nowych warunków.

Na przykładzie sześciu strategii inwestycyjnych zaprezentowano istotność wpływu ewolucji na rynkach finansowych na dobór strategii inwestycyjnych, istotność prawidłowego doboru strategii inwestycyjnej do przedmiotu inwestycji oraz do inwestora, a także zasadność stosowania strategii inwestycyjnych, jednak jedynie tych, które zostały przez inwestora odpowiednio dobrane do profilu inwestycji.

### **Słowa kluczowe**

strategie inwestycyjne, inwestor, rynek akcji, rynek kapitałowy

### **The verification of the effectiveness of investment strategies on the Warsaw Stock Exchange (Summary)**

The main purpose of this description is to indicate that there is no perfect way to earn money by investing on the stock market. Either today or in former times investors wanted to find the way to earn money easily and undoubtedly. Now it is well known there is no such way. It is also well known that investor should follow a selected path to gain success in investing money. Therefore he should choose an investing strategy.

This article highlights the importance of investing money with an investing strategy, but it also shows that not every strategy is worth using. The article also indicates changes that occur in financial markets and in mentality of investors. These changes lead to the evolution of investing strategies and fit into new conditions as well.

This article, based on six examples of investing strategies, has been presented to show how important the evolution of financial markets is, especially when it comes to choosing an investing strategy. The article also indicates the importance of choosing the right strategy for the type of investment and the type of investor. Finally, the importance of using investing strategies was highlighted, but it refers only to strategies, which are properly selected by the investor to match the profile of the investment, and the profile of investor himself.

### **Keywords**

investing strategies, investor, share market, stock exchange