

*Ewa Feder**

CZYNNIKI WPLYWAJĄCE NA CENY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH NA ŚWIATOWYCH RYNKACH FINANSOWYCH

WSTĘP

Gdyby inwestor śledził wszystkie artykuły prasowe dotyczące rynku papierów wartościowych, opublikowane w ostatnich latach, prawdopodobnie mógłby dojść do wielu błędnych wniosków i w dalszym ciągu nie wiedzieć o rzeczywistych procesach, które kształtują ceny papierów wartościowych. Gazety i czasopisma finansowe dostarczają sensacyjnych wiadomości o nielegalnym wykorzystywaniu poufnych informacji, skandalach finansowych i różnego rodzaju rekomendacjach dotyczących spółek emitujących papiery wartościowe. Tego rodzaju informacje zamieszczane w prasie i w internecie powodują, że wielu czytelników zastanawia się, czy wielkie oszustwa i manipulacje cenowe na rynkach finansowych są codziennością.

Celem niniejszego artykułu jest wyjaśnienie procesu wyceny papierów wartościowych, który dyskontuje m. in. i te sensacyjne wydarzenia opisywane w prasie finansowej. Publikacje serwisów finansowych i informacje udostępniane przez organy sprawujące kontrolę nad rynkiem kapitałowym trafiają do inwestorów z różnych stron świata. Podstawowe dane o przedsiębiorstwach dają niezbędną perspektywę, aby ocenić nowe możliwości inwestycyjne i dokonać transakcji na rynku finansowym. Gospodarczy proces wyceny generuje racjonalne ceny papierów wartościowych, mimo iż wahania cen mogą wydawać się zupełnie chaotyczne i przypadkowe. Inwestorzy, w nadziei na osiągnięcie zysku zajmując długie lub krótkie pozycje, stają się jednym z czynników decydujących o ruchach cen papierów wartościowych w kierunku ich wartości. Transakcje typu zabezpieczającego i transakcje arbitrażowe także mają swój udział w zrównywaniu się cen i wartości – podtrzymując tzw. prawo jednej ceny. Wiele decyzji inwestycyjnych podejmowanych jest

* Mgr, doktorant w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

przez inwestorów po zapoznaniu się z rekomendacjami analityków giełdowych. Szacunki wartości stanowią punkt odniesienia, wokół którego naturalne czynniki ekonomiczne skupiają ceny papierów wartościowych¹.

MODEL WARTOŚCI BIEŻĄCEJ I WYCENA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Metody stosowane do ustalenia wartości instrumentu finansowego zależą od jego rodzaju. Model wartości bieżącej jest podstawowym modelem, który może być zastosowany do wyceny dowolnego papieru wartościowego. Model wartości bieżącej dany jest równaniem.

$$\text{wartość bieżąca} = \frac{\text{strumień}_1}{(1+k)^1} + \frac{\text{strumień}_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{\text{strumień}_T}{(1+k)^T}$$

Model stanowi, że wartość bieżąca inwestycji w czasie $t = 0$ równa jest sumie zdyskontowanych wartości bieżących wszystkich strumieni gotówkowych generowanych przez daną inwestycję w okresach $t = 1, 2, 3, \dots, T$, gdzie T oznacza końcowy okres inwestycji. Współczynnik k określa dostosowaną do ryzyka stopę dyskonta, koszt kapitału, stopę kapitalizacji lub wymaganą stopę zwrotu. Strumień gotówkowy to dywidenda gotówkowa z akcji zwykłych, odsetki od obligacji i/lub cena, za którą aktywa zostaną ostatecznie sprzedane. Wartość bieżąca papierów wartościowych obliczana tą metodą jest nazywana wartością ekonomiczną lub wartością wewnętrzną. Po oszacowaniu wartości wewnętrznej aktywów finansowych można dokonać porównania ich ceny rynkowej z otrzymanym szacunkiem i podejmować określone decyzje inwestycyjne.

Zasady podejmowania decyzji inwestycyjnej są następujące:

– Zasada kupuj – jeżeli cena papieru wartościowego jest niższa od jego wartości wewnętrznej, jest on niedoszacowany. Należy go więc kupić i trzymać w portfelu, aby osiągnąć zysk ze spodziewanego wzrostu ceny.

– Zasada trzymaj – jeżeli rynkowa cena waloru jest równa jego wartości, jest to cena równowagi i nie należy spodziewać się jej zmian. Taki walor jest wyceniony prawidłowo i prawdopodobieństwo osiągnięcia zysku wynikające z jego sprzedaży lub zakupu jest niewielkie.

– Zasada sprzedaj – jeżeli cena rynkowa waloru przewyższa jego wartość, jest on przeszacowany. Należy go sprzedawać, aby uniknąć strat związanych ze spadkiem jego ceny do rzeczywistej wartości. Jeżeli inwestor nie posiada danego papieru wartościowego, może go krótko sprzedawać, aby osiągnąć zysk z oczekiwanego spadku ceny².

¹ J. C. Francis, *Inwestycje, analiza i zarządzanie*, WIG Press, Warszawa 2000, s. 227.

² Tamże, s. 228–229.

Inwestorzy, których celem jest osiągnięcie zysku, korzystają z przedstawionych zasad podejmowania decyzji kupna i sprzedaży, stanowiąc jeden z czynników ekonomicznych, który sprawia, że ceny papierów wartościowych poruszają się w kierunku ich rzeczywistych wartości. Sprzedaż przeszacowanych papierów wartościowych powoduje, że ich ceny spadają. Kupno papierów niedoszacowanych podbija ich cenę. Działania te są jednak skierowane na ruchomy cel, bo wartość papierów wartościowych zmienia się wraz z ciągłym napływem nowych informacji. Zasady kupna i sprzedaży są łatwe do zrozumienia, ale trudne do zastosowania, gdyż trudno jest oszacować wartość większości aktywów finansowych.

Jednym z podstawowych problemów napotykanym w praktyce jest określenie stopnia wiarygodności szacunków sporządzanych przez analityków. Wyceny papierów wartościowych rzadko mają postać konkretnej ceny, z reguły dopuszczają pewien margines błędu. Dlatego reguły kupna i sprzedaży są zbyt uproszczone, gdyż opierają się na jednym konkretnym szacunku wartości. Kolejny problem polega na tym, że związane z papierami wartościowymi ryzyko i stopa zwrotu, a przez to także ich wartości, ulegają ciągłym zmianom. Z każdą zmianą ceny danego waloru należy konfrontować poziom oczekiwanych zysków i strat w przyszłości; co ma wpływ na oczekiwaną stopę zwrotu i ryzyko inwestycji. Za każdym razem, gdy na rynku pojawia się nowa informacja dotycząca danego waloru finansowego, jego wartość ulega zmianie, co przy ciągłym napływie informacji powoduje, że ocena ulega nieustannym zmianom. Oznacza to, iż nawet posługując się dobrymi modelami wyceny nie jesteśmy w stanie osiągnąć lepszych wyników w doborze akcji przy wykorzystaniu tylko danych historycznych.

Należałoby się również zastanowić nad tym, czy sama pozytywna rekomendacja analityka nie dodaje rekomendowanym aktywom wartości? Wczesniejsze badania wykazywały, że rekomendacje pomagają inwestorom podejmować właściwe decyzje inwestycyjne, co sprzyja efektywności rynku giełdowego i zbliżaniu się cen walorów do ich wartości wewnętrznej. Badania zakładały poprawność rekomendacji. W przypadku pojawienia się błędu przy wycenie, w krótkim okresie pozytywna rekomendacja może dodać aktywom wartości ze względu na wykreowanie sztucznego popytu, który powoduje wzrost ceny³.

Zaobserwowano również zależność między wyceną aktywów a zaangażowaniem emocjonalnym inwestorów i analityków, które ma wpływ na późniejsze decyzje inwestycyjne. Jeżeli przesadny optymizm doprowadza do wzrostu cen powyżej wartości wewnętrznej, to taki okres powinien przynieść straty, gdy ceny będą powracać do swoich wartości fundamentalnych, i odwrotnie.

³ N. Jegadeesh, J. Kim, S. Krische, C. Lee, *Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?*, „The Journal of Finance” 2004, vol. 59, No 3, s. 1083–1124.

Błędy w wycenie spowodowane sentymentalnością inwestorów są pozytywnie skorelowane z ich zaangażowaniem emocjonalnym⁴.

Istnieje również związek między oczekiwaniami profesjonalnych analityków a rzeczywistymi wynikami spółek w danym okresie, np. niespodzianki dochodowe. Ceny wybranych spółek rosną, jeśli rzeczywiste zyski są znacząco wyższe niż oczekiwania – niespodzianka dodatnia, i obniżają się, jeśli zyski nie osiągają oczekiwanego poziomu – niespodzianka ujemna. Jeżeli inwestor potrafiłby dokonać samodzielnie prawidłowej wyceny i jego oczekiwania różniłyby się od powszechnych, to prawdopodobnie dokonałby lepszej selekcji walorów do portfela inwestycyjnego⁵.

DLUGIE I KRÓTKIE POZYCJE

Inwestor osiąga zyski z kupna niedoszacowanych papierów wartościowych i sprzedaży papierów przeszacowanych. W zależności od tego, jaką przyjął strategię inwestycyjną, zajmuje pozycję krótką bądź długą. Pozycja długa polega na nabyciu papierów wartościowych i trzymaniu ich w celu odsprzedaży z zyskiem. Jest to, niestety, jedyna pozycja zrozumiała dla większości inwestorów. Pozycja krótka jest bardziej skomplikowana. Inwestor dokonuje krótkiej sprzedaży walorów, gdy spodziewa się spadku ich ceny i oczekuje, że dzięki temu osiągnie zysk. Sprzedający krótko zbywa pożyczone walory finansowe inwestorowi, który spodziewa się wzrostu cen i zajmuje pozycję długą. Krótka sprzedaż wymaga spotkania się w tym samym czasie dwóch inwestorów mających odmienne spojrzenie na sytuację na rynku: inwestora oczekującego spadku cen i inwestora oczekującego wzrostów cen tego samego waloru.

Z wyłączeniem kosztów prowizji i depozytów, zysk dokonującego krótkiej sprzedaży jest równy stracie inwestora zajmującego pozycję długą – i odwrotnie, gdy cena waloru wzrośnie po transakcji. Innym powodem zajmowania krótkich pozycji jest stworzenie przeciwwagi dla istniejących długich pozycji, w celu ograniczenia ryzyka powstałego w taki sposób portfela dwupozycyjnego.

W rzeczywistości transakcje krótkiej sprzedaży mogą nastręczać trudności. Krótka sprzedaż akcji notowanych na nowojorskiej giełdzie papierów wartościowych (NYSE – New York Stock Exchange) może być dokonywana tylko na zwyzce, czyli po transakcjach powodujących wzrost ceny akcji.

⁴ G. Brown, M. Cliff, *Investor Sentiment and Asset Valuation*, „Journal of Business” 2005, vol. 78, No 2, s. 405–440.

⁵ K. C. Brown, F. K. Reilly, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Polskie Wyd. Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 340.

Zasada ta została wprowadzona po to, aby inwestorzy nie utrwalali trendu spadkowego poprzez zajmowanie krótkich pozycji. Jeżeli w trakcie trwania krótkiej sprzedaży zostanie wypłacona dywidenda, to pożyczający jest zobowiązany do wypłaty równowartości tej dywidendy osobie, od której pożyczył akcje. Inwestor dokonujący krótkiej sprzedaży jest zmuszony do złożenia depozytu zabezpieczającego, wynoszącego czasem 100% wartości pożyczanych akcji, może być również poproszony o natychmiastowe zamknięcie swojej pozycji, gdy osoba, od której pożyczył akcje, zażąda ich zwrotu.

ZALEŻNOŚĆ POMIĘDZY CENĄ A WARTOŚCIĄ

Ceny papierów wartościowych można rozpatrywać jako przypadkowe wahania wokół wartości wewnętrznej. Aby lepiej zobrazować to zjawisko, podzielimy inwestorów na dwie hipotetyczne grupy: inwestorów przypadkowych i inwestorów poinformowanych. Inwestorzy przypadkowi to tacy, którzy mają dostęp jedynie do publicznych źródeł informacji i niekiedy nie wiedzą, jak poszczególne wiadomości interpretować. Inwestorzy ci rzadko wykrywają odchylenia ceny od ich wartości wewnętrznej, kupują i sprzedają w przypadkowych momentach, nie zwracając uwagi na stadium cyklu koniunkturalnego. Niektórzy z nich to porywczy spekulanci, którzy inwestują na „cynk” i nie dokonują żadnego rozeznania przed podjęciem decyzji o zakupie bądź sprzedaży instrumentu finansowego. Inwestorzy poinformowani to tacy, którzy mają dostęp do najnowszych wiadomości i mogą dokonywać korekt w swoich ocenach wartości wewnętrznej, zanim wiadomości te dotrą do wszystkich uczestników rynku finansowego. Inwestorzy ci potrafią wykryć odchylenia ceny od wartości wewnętrznej, a co za tym idzie tak inwestować, aby ceny rynkowe zbliżały się do wartości wewnętrznej.

Transakcje dokonywane przez przypadkowych graczy nie są oparte na analizie informacji i zdarza się, że inwestorzy ci kupują papiery wartościowe po cenach przewyższających ich wartości wewnętrzne. Takie właśnie niedochodowe transakcje spekulacyjne, w połączeniu z transakcjami spowodowanymi bieżącą potrzebą płynności, są przyczyną bezcelowych wahań powodujących odchylenia się cen od ich wartości. Z reguły cena zmienia się w sposób losowy w przedziale ograniczonym dwoma poziomami wokół wartości wewnętrznej. Kiedy ceny zaczynają znacząco odbiegać od wartości wewnętrznej, inwestorzy poinformowani dochodzą do wniosku, iż warto tę nierównowagę naprawić. Przy niewielkich odchyleniach jest to nieopłacalne, ale gdy ceny różnią się znacząco, zorientowani inwestorzy zakupią walory, których ceny są zbyt niskie, a sprzedadzą walory przewartościowane. W efekcie wokół wartości wewnętrznej tworzą się bariery odbijające. Wprawdzie ceny mogą

zmieniać się dowolnie wokół tych ograniczeń, ale gdy bardzo się do nich zbliżają, reagują inwestorzy poinformowani i powodują odwrócenie ruchu cen w kierunku wartości wewnętrznej. Taki rynek został nazwany przez Eugenę Famę rynkiem błędzenia przypadkowego wokół wartości wewnętrznej. Proces ten nazywany jest też błędzeniem przypadkowym z ekranami odbijającymi⁶.

RÓWNOWAGA CIĄGŁA W UJĘCIU SAMUELSONA

Paul Samuelson stworzył koncepcję dotyczącą zachowania się rynków papierów wartościowych w warunkach konkurencji doskonałej, czyli rynku efektywnego. Samuelson uzupełnił model błędzenia przypadkowego wokół wartości wewnętrznej, definiując doskonale efektywne ceny jako takie, które odzwierciedlają wszystkie informacje. Zgodnie z tą teorią papiery wartościowe o doskonale efektywnej cenie znajdują się w stanie ciągłej równowagi. Ta ciągła równowaga nie jest jednak stała w czasie. Za każdym razem, gdy pojawia się nowa informacja, wartość wewnętrzna waloru ulega zmianie, a jego cena dostosowuje się do nowej wartości. Czas, w którym dokonuje się ten proces, mierzy stopień efektywności cen. Jeżeli nowe informacje są bardzo pomysne, to cena powinna przesunąć się do nowego punktu równowagi, znacznie powyżej poprzedniego poziomu. Podobnie, jeżeli na rynek napłyną niepomyślne wiadomości, to cena przesunie się znacznie poniżej poprzedniego poziomu. Doskonale efektywna cena papieru wartościowego znajduje się w stanie ciągłej równowagi, tak, że wartość wewnętrzna waloru ulega przypadkowym wahaniom, a cena rynkowa równa jest zmieniającej się wartości w każdym momencie. Jeżeli występuje jakakolwiek nierównowaga, nawet chwilowa, to cena papieru wartościowego nie jest doskonale efektywna. W rzeczywistości większość cen papierów wartościowych jest oczywiście nieefektywna.

Rzeczywiste ceny rynkowe dążą do takiej wartości wewnętrznej, która jest pewnym kompromisem wynikającym z różnic w szacunkach wartości sporządzanych przez poszczególnych analityków. Jeżeli szacunki większości analityków są w danym czasie zbliżone, to kompromisowy szacunek wartości może ulegać zmianie w bardzo niewielkim zakresie. W takiej sytuacji cena papieru wartościowego jest prawie doskonale efektywna i waha się w wąskim paśmie wokół wartości wewnętrznej.

Gdyby ceny papierów wartościowych reagowały na nowe informacje w sposób nieefektywny, to analitycy tych papierów byłiby w stanie zbić fortuny. Osiągali by oni znaczne zyski wyszukując akcje niedoszacowane

⁶ J. C. Francis, *Inwestycje...*, s. 233–235.

i odsprzedając je po wyższej cenie. Możliwy byłby też dobór papierów przeszacowanych i utrzymywanie krótkich pozycji. Oplacalność dobrej analizy jest tym większa, im mniej efektywne stają się ceny papierów wartościowych, podobnie zwiększa się wtedy skłonność do agresywnego zarządzania portfelem.

Koncepcja kształtowania się cen papierów wartościowych w warunkach konkurencji doskonałej, opisana przez Samuelsona, wykorzystywana jest w strategii inwestycyjnej nazwanej regułą filtra. Reguła filtra oznacza, że należy kupować papiery wartościowe, jeżeli ich kurs wzrośnie o określoną wartość od ostatniego dołka i trzymać, dopóki kurs nie spadnie o określoną wartość poniżej późniejszego wierzchołka. Reguły filtrów wyznaczają moment zawarcia transakcji, mówią inwestorom, kiedy powinni trzymać papiery wartościowe, a kiedy powinni dokonywać ich krótkiej sprzedaży⁷.

AKTYWNE I PASYWNE ZARZĄDZANIE PORTEFEM

Pomimo iż rynek giełdowy w Stanach Zjednoczonych jest uważany za wysoce efektywny, niewiele jest osób, które potwierdziłyby to, że ceny osiągnęły doskonałą efektywność. Istnieje wiele badań potwierdzających, że analitycy giełdowi mogą osiągnąć znaczne zyski odnajdując niedowartościowane i przewartościowane walory. Istnienie takiej możliwości skłania do agresywnego zarządzania portfelem, czyli częstego kupowania i sprzedawania aktywów finansowych w celu maksymalizacji zysku. Badania naukowe wspierające teorię efektywności dowodzą, że aby osiągnąć sukces w agresywnym zarządzaniu, potrzebna jest wszechstronna wiedza, duże doświadczenie i sporo ciężkiej pracy.

Ponieważ istnieją również badania naukowe potwierdzające, że ceny papierów wartościowych poruszają się zgodnie z teorią błędzenia przypadkowego oraz zasadą równowagi w ujęciu Samuelsona, w latach 80. XX w. popularność zyskało pasywne zarządzanie portfelem. Pasywni inwestorzy wychodzą z założenia, że skoro większość inwestorów jest w posiadaniu istotnych informacji i istnieje porozumienie co do wartości wewnętrznej walorów, to przeprowadzanie analiz i agresywne zarządzanie wiąże się ze zbyt dużymi trudnościami i ryzykiem. Dlatego znaczna część tych inwestorów lokuje aktywa w portfele naśladowujące indeksy giełdowe. Badania efektywności rynków wykazały, że pasywne zarządzanie inwestycjami stanowi wartą rozważenia alternatywę dla agresywnego zarządzania opartego na analizie szacunków wartości.

⁷ E. Elton, M. Gruber, *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*, WIG Press, Warszawa 1998, s. 514–515.

W każdym z inwestorów rodzi się więc pytanie: jak powinien być zarządzany portfel inwestycyjny – aktywnie, czy pasywnie? Zarządzający portfelem papierów wartościowych na zlecenie mają właściwą wiedzę i większe doświadczenie niż przeciętni inwestorzy, mogą aktywnie zarządzać portfelem szukając niedowartościowanych papierów wartościowych. Przeciwnie, inwestujący bez pomocy analityka rynku lub niemający odpowiednich środków i czasu na to, aby się nim stać, powinni zarządzać pasywnie i przyjmować, że wszystkie papiery wartościowe są odpowiednio wycenione według ich poziomów ryzyka⁸.

Błędne byłoby jednak myślenie, że zwolennicy agresywnego i pasywnego zarządzania różnią się w podejściu do inwestowania. Obie grupy zgadzają się co do podejmowania decyzji kupna sprzedaży i modelu wahań cen wokół wartości wewnętrznej. Agresywni i pasywni menedżerowie mają zróżnicowane podejście do inwestowania, nie są to jednak różnice nie do pogodzenia, a tylko inne punkty widzenia⁹.

Oszacowano, iż w ciągu ostatnich dwudziestu pięciu lat nastąpił gwałtowny wzrost liczby portfeli inwestycyjnych zarządzanych w sposób pasywny, do ok. 55% wszystkich portfeli rynkowych. Procesowi temu sprzyja wzrastająca efektywność rynków giełdowych i, mimo wszystko, nadal wysokie opłaty transakcyjne i opłaty za zarządzanie¹⁰.

Obecnie powyższa prezentacja stylów zarządzania portfelem traci na aktualności. Granica oddzielająca zarządzanie aktywne od pasywnego zaciera się coraz bardziej ze względu na nowe techniki inwestycyjne wprowadzane w dziedzinie zarządzania pasywnego. Wielu inwestorów pasywnych inwestuje w kontrakty terminowe, opcje, dywersyfikuje swoje portfele inwestycyjne na rynku międzynarodowym, co powoduje, iż podział na inwestorów aktywnych i pasywnych jest nieco arbitralny¹¹.

PODSUMOWANIE

Rozważania dotyczące kształtowania się cen papierów wartościowych prowadzone są od ok. 150 lat, ale dopiero druga połowa wieku XX pozwoliła na weryfikację niektórych teorii i określenie dokładnej strategii inwestycyjnej. Oto wnioski wynikające z opisanego powyżej procesu kształtującego ceny papierów wartościowych na rynkach finansowych całego świata:

– Model wartości bieżącej umożliwia podejmowanie zasadnych decyzji inwestycyjnych;

⁸ K. C. Brown, F. K. Reilly, *Analiza inwestycji...*, s. 342.

⁹ J. C. Francis, *Inwestycje...*, s. 237–240.

¹⁰ R. Ennis, *Are Active Management Fees Too High?*, „Financial Analysts Journal”, September/October 2005 [CFA Institute], s. 48.

¹¹ E. Elton, M. Gruber, *Nowoczesna teoria...*, s. 863–870.

- Zasady podejmowania decyzji kupna sprzedaży są proste, ale problemem jest dobra wycena papierów wartościowych;
- Znaczny wpływ na decyzje inwestycyjne wywiera zaangażowanie emocjonalne analityków i inwestorów;
- Każde pojawienie się nowej informacji zmienia wartość papieru wartościowego, ciągłość procesu wyceny;
- Rynkowe ceny papierów wartościowych zmieniają się w sposób nieprzewidywalny i dążą do zmieniającej się wartości wewnętrznej;
- Decyzje podejmowane przez poinformowanych inwestorów powodują, że ceny rynkowe dobrze odzwierciedlają informacje pojawiające się na rynku;
- Zaciera się granica dzieląca aktywne i pasywne zarządzanie portfelem.

BIBLIOGRAFIA

- Brown G., Cliff M., *Investor Sentiment and Asset Valuation*, „Journal of Business” 2005, vol. 78, No 2.
- Brown K. C., Reilly F. K., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Polskie Wyd. Ekonomiczne, Warszawa 2001.
- Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Elton E. J., Gruber M. J., *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Ennis R., *Are Active Management Fees Too High?*, „Financial Analysts Journal”, September/October 2005 [CFA Institute].
- Francis J. C., *Inwestycje, analiza i zarządzanie*, WIG Press, Warszawa 2000.
- Jegadeesh N., Kim J., Krische S., Lee C., *Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?*, „The Journal of Finance” 2004, vol. 59, No 3.
- Markowitz H., *Market Efficiency: A theoretical Distinction and So What?*, „Financial Analysts Journal”, September/October 2005 [CFA Institute].
- Stotz O., *How to Profit From Mean Reverting Risk Premium? Implications for Stock Selection*, „Journal of Asset Management” 2004, vol. 5.
- Siegel J., *Perspectives on the Equity Risk Premium*, „Financial Analysts Journal”, November/December 2005 [CFA Institute].

Ewa Feder

FACTORS THAT DETERMINE SECURITIES VALUE AT WORLD FINANCIAL MARKETS

The purpose of his article is to present elements which determine asset valuation at world financial markets. This paper offers some implications for investors who want to take part in international assets allocation. The article consists of seven parts: the first, introduction briefly summarizes the problem, the second presents intrinsic value model, the third short and long positions, fourth the price and value relation, fifth Paul Samuelson's theory, sixth active and passive management and the final section concludes the paper.