

Procedury kwalifikacyjne w kontekście dywersyfikacji ryzyka

Małgorzata Tarczyńska-Łuniewska*

Streszczenie: Inwestowanie w papiery wartościowe jest procesem złożonym, który może przebiegać na różnym stopniu agregacji rynku finansowego, a także różnymi metodami (z grupy metod analizy technicznej, fundamentalnej lub portfelowej). Nie ma jednak jednego skutecznego sposobu inwestowania, gdyż jako proces inwestowanie jest uwarunkowane wieloma czynnikami. W procesie inwestowania szczególnie miejsce zajmuje dywersyfikacja ryzyka. Jest ona realizowana w ramach metod analizy portfelowej. Z uwagi na długoterminowy charakter inwestowania analiza portfelowa wykorzystuje pewne informacje pochodzące z analizy fundamentalnej. Informacje te w odpowiedni sposób opracowane umożliwiają selekcję i wybór spółek do budowy portfela papierów wartościowych. Najbardziej widoczny efekt połączenia analizy fundamentalnej z portfelową widoczny jest w dywersyfikacji poziomej i pionowej ryzyka. W analizie fundamentalnej natomiast istnieją procedury kwalifikacyjne, które również są pomocne w selekcji spółek. Głównym celem opracowania jest przedstawienie i porównanie istniejących procedur kwalifikacyjnych z ideą dywersyfikacji poziomej i pionowej ryzyka. Istotna jest również odpowiedź na pytanie gdzie można przyporządkować ideę selekcji spółek według procedur kwalifikacyjnych i czy działania prowadzone w ramach procedur prowadzą do dywersyfikacji ryzyka.

Słowa kluczowe: procedury kwalifikacyjne, dywersyfikacja ryzyka (pozioma i pionowa), analiza fundamentalna, analiza portfelowa

Wprowadzenie

Inwestowanie w papiery wartościowe jest procesem złożonym, który może przebiegać na różnym stopniu agregacji rynku finansowego, a także różnymi sposobami. Nie ma jednak jednego skutecznego sposobu inwestowania, gdyż jako proces inwestowanie jest uwarunkowane wieloma czynnikami (Tarczyńska-Łuniewska 2010):

- miejsca,
- czasu,
- przedmiotu,
- podmiotów inwestujących na danym rynku,
- poziomu wolnego kapitału, który może być zaangażowany w procesie inwestowania.

* dr hab. Małgorzata Tarczyńska-Łuniewska prof. US, Instytut Ekonometrii i Statystyki, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin, e-mail: m.tarczynska@wneiz.pl.

Zawężając obszar inwestowania do rynku kapitałowego, wyłączając rynek instrumentów pochodnych, inwestor ma zasadniczo możliwość wykorzystania jednej z trzech grup metod (Haugen 1996; Tarczyński 1996; Czekala 1997):

1. Metody analizy technicznej – grupa metod inwestowania krótkookresowego. Podstawą analizy jest kurs instrumentu finansowego, a celem prognozowanie jego punktów zwrotnych i określanie trendów. Jest to technika wykorzystująca badanie prawidłowości statystycznych w zakresie dynamiki. Analiza ta dotyczy pojedynczych instrumentów finansowych.
2. Metody analizy fundamentalnej – to grupa metod, których celem jest wyznaczenie wewnętrznej wartości akcji na podstawie analizy makroekonomicznej i sektorowej oraz analizy ekonomiczno-finansowej (mikroekonomicznej) pomiotu (spółki). Wyznaczona wartość wewnętrzna zostaje porównana z wartością rynkową i na tej podstawie inwestor określa przewartościowanie lub niedowartościowanie papieru wartościowego. Jest to technika inwestowania długookresowego i dotyczy inwestowania w pojedyncze papiery wartościowe.
3. Metody analizy portfelowej – to jedyna grupa metod, w której akcje rozpatrywane są łącznie. Jej celem jest dywersyfikacja (rozproszenie) ryzyka inwestycji. Daje ona odpowiedź na pytanie, ile akcji i w jakich proporcjach należy kupić, aby ryzyko było minimalne dla pożądanej przez inwestora stopy zwrotu. Jest to grupa metod inwestowania długookresowego.

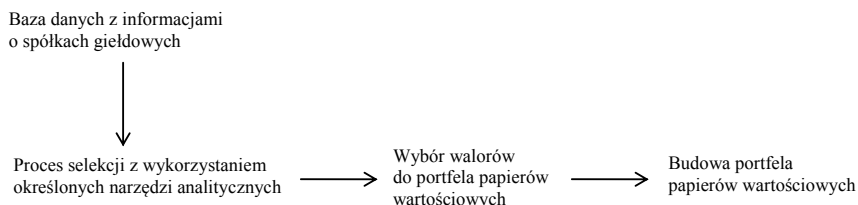
Metody analiz charakteryzują się określonymi przesłankami merytorycznymi umożliwiającymi ich zastosowanie. Inwestor, określając parametry inwestowania, decyduje o wyborze i praktycznym wykorzystaniu takiej metody, która będzie zgodna z jego oczekiwaniami inwestycyjnymi. Można powiedzieć, że wybór przez inwestora określonej metody inwestowania jest konsekwencją oddziaływania wielu czynników determinujących proces inwestowania. Niezależnie od wybranej metody inwestowania, inwestor jest zainteresowany dwoma parametrami: stopą zwrotu z inwestycji i ryzykiem z nią związanym. Relacja stopy zwrotu i ryzyka powoduje, że inwestorów zasadniczo można podzielić na dwie grupy: tych, którzy działają w taki sposób, aby zminimalizować ryzyko i tych, którzy są skłonni zaakceptować wysokie ryzyko, ale rekompensatą za to ma być odpowiednio wysoki poziom stopy zwrotu. Proces zarządzania ryzykiem najbardziej widoczny jest w odniesieniu do metod analizy portfelowej, gdzie inwestorzy koncentrują się na działaniach związanych z dywersyfikacją ryzyka. Każda z metod analiz jest wewnętrznie spójna i w klasycznym ujęciu wymusza od inwestora postępowanie zgodne z jej zasadami. Rozwój rynku kapitałowego jednak sprawił, że inwestorzy chcąc wpływać na efekty swoich działań inwestycyjnych (w obrębie ryzyka i stopy zwrotu), nie ograniczają się tylko do informacji występujących w ramach jednego typu metod analiz. Często wykorzystują informacje z analizy technicznej w ramach analizy fundamentalnej (np. w odniesieniu do trendu panującego na rynku giełdowym) lub odwrotnie (np. w ramach działania na rynku, przy analizie technicznej wykorzystują informacje płynące ze spółek, a to już obszar analizy fundamentalnej). Jest

to pozytywny przejaw wykorzystywania informacji o sytuacji na rynku (w sensie analizy technicznej) oraz o spółkach (w sensie analizy fundamentalnej i portfelowej). Analiza fundamentalna w swej istocie odpowiada na pytanie: co kupić? Akcje których spółek powinny znaleźć się w obszarze zainteresowania inwestora? Przy analizie technicznej, z uwagi na jej krótkookresowy charakter, uczestnicy rynku poszukują odpowiedzi na pytanie: kiedy należy wejść na rynek i zakupić odpowiednie instrumenty finansowe i/lub kiedy wyjść z rynku, czyli dokonać ich sprzedaży. Natomiast powiązanie analizy fundamentalnej z portfelową najbardziej widoczne jest w kontekście dywersyfikacji ryzyka, gdzie następuje wykorzystanie informacji o spółkach giełdowych w procesie budowy portfela papierów wartościowych. Całość działań koncentruje się na odpowiednim doborze walorów do portfela, co ma wpłynąć na obniżenie ryzyka inwestowania. Selekcja spółek do portfela może przebiegać w różny sposób, co odnosi się zarówno do przyjętej koncepcji dywersyfikacji czy strategii inwestowania.

Głównym celem opracowania jest przedstawienie i porównanie istniejących procedur kwalifikacyjnych z ideą dywersyfikacji poziomej i pionowej ryzyka. Istotna jest również odpowiedź na pytanie, gdzie można przyporządkować ideę selekcji spółek według procedur kwalifikacyjnych i na ile działania prowadzone w ramach procedur są zbieżne z dywersyfikacją ryzyka.

1. Procedury kwalifikacyjne a dywersyfikacja ryzyka

W ostatnich latach w ramach procesu inwestowania można zauważyć tendencję do szerszego wykorzystania metod analizy fundamentalnej i portfelowej. Rozwój rynków i szybkość przepływu informacji rynkowych wymusza od inwestorów poszukiwania coraz to nowych strategii inwestycyjnych. Zauważyć można łączenie metod analiz, aby wzmocnić skuteczność podjętych działań inwestycyjnych i wpłynąć na ograniczenie ryzyka inwestowania. Działania tego typu są szczególnie widoczne w kontekście dywersyfikacji ryzyka. W szerszym aspekcie można zatem przyjrzeć się pewnym technikom selekcji spółek, występującym w ramach analizy fundamentalnej oraz portfelowej. Takie porównanie pozwoli odpowiedzieć na pytania, na ile procesy selekcji w ramach przedmiotowych analiz są podobne, jakie obszary informacji są wykorzystywane, na ile sprawny w sensie narzędziowym jest proces prowadzonej selekcji. W procesie konstrukcji portfela papierów wartościowych analitycy wykorzystują różne i według nich skuteczne metody selekcji spółek. W tym celu często skupiają się na takich działaniach, dzięki którym możliwe jest skonstruowanie bazy spółek, będącej dla nich podstawą. Jednocześnie inwestorzy poszukują narzędzi pozwalających im wyłonić spółki atrakcyjne pod względem inwestycyjnym. Całość działań umożliwia zredukowanie dużej ilości informacji o podmiotach giełdowych, tak aby na podstawie kilku informacji dokonać ich analizy i oceny. W ten sposób zostaje zbudowana baza spółek, z których może być konstruowany portfel papierów wartościowych. W kontekście budowy portfela papierów wartościowych procedura ta powinna przebiegać etapami (rys. 1).



Rysunek 1. Etapy budowy portfela papierów wartościowych i miejsce dywersyfikacji ryzyka

Źródło: opracowanie własne.

Należy podkreślić, że budowa portfela papierów wartościowych, jako ostatni etap, przebiega według zasad formalnych zgodnych z przyjętym typem modelu budowy portfela (np. w modelu Markowitza minimalizacja ryzyka dla zadanego poziomu stopy zwrotu). Wybór odpowiedniej grupy spółek jest często przesądzający o powodzeniu inwestycji, tym bardziej w sytuacji, gdy ta dotyczy inwestowania długookresowego (a takimi są metody analizy portfelowej). W tym też kontekście najbardziej istotne są informacje fundamentalne płynące ze spółek. Szczególnego znaczenia nabiera kwestia siły fundamentalnej podmiotu gospodarczego (więcej np. Tarczyńska-Łuniewska 2013), odnosząca się do sfer jego funkcjonowania i pozwalająca ocenić, czy dany podmiot jest „dobry” – „zły” w sensie aspektów fundamentalnych. Odnosząc się do siły fundamentalnej w kontekście inwestowania portfelowego należy pamiętać, że siła fundamentalna podmiotów ma „pracować” w czasie, na korzyść stopy zwrotu z portfela. Powszechnie funkcjonuje twierdzenie mówiące, iż stopy zwrotu spółek stabilnych i silnych fundamentalnie rosną ponadprzeciętnie w czasie. Wykorzystanie tego efektu w konstrukcji portfela papierów wartościowych może zatem przynieść ponadprzeciętne korzyści inwestorowi (Tarczyński 2004, 2008). Działania inwestora zmierzają zatem (zob. rys. 1) do budowy bazy danych według przyjętych kryteriów (informacji z analizy fundamentalnej), a w następnym etapie selekcji i wyboru spółek pod kątem konstrukcji portfela papierów wartościowych. Należy podkreślić, że dzięki informacjom z analizy fundamentalnej można różnicować rozpatrywane spółki porządkując je według charakteru atrakcyjności inwestycyjnej. Powstaje pytanie: jakie informacje z analizy fundamentalnej mogą stanowić podstawę dla konstrukcji bazy spółek na potrzeby analizy portfelowej? W tym kontekście można mówić zarówno o czynnikach (informacjach) jakościowych (np. przyjęta strategia działania) czy ilościowych (np. wskaźniki ekonomiczno-finansowe) uzyskanych w ramach analizy fundamentalnej, a które pozwalają ocenić spółkę pod kątem jej atrakcyjności inwestycyjnej. Z uwagi na złożony charakter czynników jakościowych dla syntetycznej analizy i oceny spółek najczęściej wykorzystywane są informacje ilościowe, w szczególności pochodzące z obszaru analizy ekonomiczno-finansowej, pozwalającej ocenić spółkę pod kątem jej kondycji ekonomiczno-finansowej (Zarzecki 1997). Przyjmuje się wówczas założenie, że przez pryzmat kondycji ekonomiczno-finansowej podmiotu, wiadać to, co jest efektem oddziaływania czynników jakościowych (np. dobrze realizowana

strategia spółki ma odzwierciedlenie w jej dobrych wynikach finansowych w czasie). Ponadto bardzo często zarówno budowa bazy danych spółek, jak i przyjęty proces selekcji i wyboru spółek jest realizowany zgodnie z przyjętą strategią inwestycyjną. Ponieważ wytyczne dla budowy bazy danych, selekcji i wyboru definiują pewien sposób postępowania inwestora, stąd można mówić, że inwestor realizuje przyjętą przez siebie strategię inwestycyjną. Nie mniej jednak zarówno strategię, jak i wytyczne doboru–wyboru spółek do portfela są ukierunkowane na zespół takich działań, dzięki którym inwestor przeprowadzi dywersyfikację ryzyka i uzyska z tego tytułu jak najlepsze efekty. W literaturze przedmiotu koncepcja dywersyfikacji ryzyka jest dość silnie ugruntowana, a jej przeprowadzenie odbywa się zgodnie z określonymi zasadami. Należy przy tym podkreślić, że dywersyfikację ryzyka można przeprowadzać w dwóch płaszczyznach: poziomej i pionowej (Tarczyński 2005). Ponadto problem dywersyfikacji ryzyka w kontekście analiz papierów wartościowych może być dokonywany na różnym stopniu agregacji, zaś istniejąca koncepcja dywersyfikacji poziomej i pionowej ryzyka jest uznawana jako podejście nieklasyczne. Powstanie w sposób sformalizowany koncepcji dywersyfikacji poziomej i pionowej ryzyka stało się konsekwencją prowadzonych badań i analiz w tym zakresie. Jednak proces inwestowania, w tym selekcji i doboru–wyboru spółek do portfela, odbywał się już wcześniej pewnymi sposobami. Jednym z nich było zastosowanie w procesie selekcji spółek do portfela lub inwestowania zgodnego z zasadami analizy fundamentalnej, procedur kwalifikacyjnych (Richie 1997: 25). Aby można było rozważyć problem podobieństwa procedur kwalifikacyjnych z dywersyfikacją ryzyka w ujęciu poziomym i pionowym, należy odnieść się do ich definicji.

Dywersyfikacja pozioma („jakościowa”) ryzyka rozumiana jest jako zmniejszanie ryzyka inwestycji przez uwzględnienie w portfelu dobrej reprezentacji potencjalnie dostępnych akcji spółek z punktu widzenia długookresowego charakteru inwestycji. Tak ujęty problem dywersyfikacji poziomej ryzyka, z jednej strony skupia się na ocenie walorów, z punktu widzenia jakości wybranych w analizach wskaźników ekonomiczno-finansowych lub rynkowych, z drugiej zaś na tej podstawie umożliwia wybór najlepszych spółek, z punktu widzenia atrakcyjności inwestowania. W kontekście dywersyfikacji poziomej zastosowanie mają metody wielowymiarowej analizy porównawczej (WAP) (Gierałtowska 2002; Tarczyński 2004, 2005, 2008), które umożliwiają selekcję papierów wartościowych i wskazanie podmiotów najlepszych z punktu widzenia siły fundamentalnej. Atrakcyjność inwestycyjna spółki jest mierzona poziomem miary syntetycznej, która jest wypadkową cząstkowych mierników (wskaźników). Konstrukcja miary syntetycznej odbywa się zgodnie z ideą przyjętej metody taksonomicznej (Tarczyński 2005).

Dywersyfikacja pionowa, nazywana również „ilościową”, odnosi się do liczby walorów, jakie mają znaleźć się w portfelu papierów wartościowych. W tym rodzaju dywersyfikacji można wyodrębnić podejście klasyczne i nieklasyczne. Podejście klasyczne polega na zmniejszaniu ryzyka portfela papierów wartościowych wskutek zwiększania liczby akcji w portfelu, zgodnie z zasadami wprowadzonymi przez Markowitza (1952). W podejściu

nieklasycznym ten rodzaj dywersyfikacji będzie wprowadzał ograniczenie liczby papierów wartościowych w portfelu do pewnego poziomu (np. dla rynku polskiego za portfel dobrze zdywersyfikowany uznaje się portfel, który ma od 5 do 10 walorów (Tarczyński 2002).

Procedury kwalifikacyjne odnoszą się do pewnego sposobu postępowania inwestora co do wyboru spółek atrakcyjnych pod względem inwestycyjnym, zgodnego z przyjętymi zasadami (kryteriami). W ramach procedur kwalifikacyjnych selekcja spółek może być przeprowadzona przy wykorzystaniu następujących kryteriów (Richie 1997: 25):

1. Kryterium wzrostu

- minimalna stopa wzrostu kapitalizowana rocznie, odniesiona do sprzedaży lub zysku w badanym okresie,
- określenie minimalnej wartości odchylenia standardowego sprzedaży lub zysków względem stopy wzrostu – pozwala to na ograniczenie wielkości ryzyka, poza tym stabilny, przewidywalny wzrost jest z reguły przedkładany nad wzrost burzliwy i mało przewidywalny,
- minimalna stopa dywidendy wraz z jej odchyleniem standardowym – inwestorzy, dla których duże znaczenie ma wielkość aktualnych przepływów gotówkowych mogą stosować kryterium minimalnej wielkości wskaźnika wypłaty dywidend lub kryterium stopy dywidendy.

2. Kryteria zyskowności – w tym kontekście inwestor powinien brać pod uwagę np. wielkość stopy zwrotu z całkowitych aktywów (ROA) lub stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE). Efektywność, z jaką spółka wykorzystuje swoje aktywa i kapitały własne, jest ważnym wskaźnikiem wydajności przedsiębiorstwa.

3. Kryteria ceny rynkowej – oparte na wskaźniku P/E i (lub) P/BV, odniesionych na przykład do poziomu historycznego, sektorowego lub dla wszystkich notowanych spółek. Wskaźniki te powinny być analizowane równoległe z poziomem ryzyka lub innym kryterium zawartym w procedurze kwalifikacyjnej.

4. Kryteria dotyczące ryzyka

- współczynnik beta definiowany zgodnie z nowoczesną teorią portfelową,
- standardy płynności finansowej firmy zdefiniowane na przykład według wskaźników płynności (szybki, bieżący, podwyższony), rotacji aktywów i inne,
- określenie minimalnego poziomu wskaźnika zadłużenia kapitału własnego.

5. Kryteria płynności rynkowej – inwestor może być zainteresowany zapewnieniem odpowiedniego poziomu płynności inwestycji. To kryterium może uwzględniać minimalną wartość akcji dopuszczonych do obrotu lub minimalną wielkość dziennego lub tygodniowego wolumenu obrotu.

Z punktu widzenia stabilności stopy zwrotu, niemożliwy może okazać się właściwy dobór spółek przy wykorzystaniu tylko jednego kryterium. Ze względów formalnych należy zatem zastosować przynajmniej dwa kryteria kwalifikacyjne. Pozwoli to nie tylko zmniejszyć liczbę spółek „kandydatek” możliwych do uwzględnienia w portfelu, ale również wybrać spółki, które mają potencjalnie najlepsze wyniki pod względem zadanych kryteriów.

Postępowanie zgodnie z wybranymi założeniami jeszcze nie przesądza o sukcesie. Należy również brać pod uwagę oczekiwania co do stopy zwrotu z danych papierów wartościowych. Poza tym stopy zwrotu akcji wybranych w ten sposób powinny być stale monitorowane, co może wpłynąć na poprawę jakości tak utworzonego portfela, a w razie potrzeby i możliwości pozwoli na zmianę jego struktury.

Aby można było mówić o powstaniu procedury doboru spółek do portfela, należy połączyć przynajmniej dwa z proponowanych kryteriów kwalifikacyjnych. Z uwagi na dużą liczbę spółek na rynku inwestor może w ramach prowadzonego doboru nakładać kolejne założenia (ograniczenia), na przykład minimalny okres, przez jaki akcje spółki znajdują się w obrocie giełdowym, rynek, na jakim akcje się znajdują, przyjęcie określonego poziomu wybranego miernika (wskaźnika) występującego w ramach wybranego kryterium. Doprowadzi to do stworzenia optymalnego według jego oczekiwań zbioru spółek, które będą stanowiły bazę w procesie budowy portfela papierów wartościowych. Problem polega jednak na tym, że inwestor selekcję prowadzi w sposób „krokowy”, nakładając ograniczenia dla wybranych kryteriów, a w ramach nich określonych wskaźników. Takie postępowanie staje się kłopotliwe przy dużej liczbie spółek. Z drugiej strony, w postępowaniu „krokowym” inwestor nie może przyjąć zbyt dużej liczby mierników oceny spółek, ponieważ proces syntetycznej analizy i oceny będzie dla niego trudny. Z kolei zbyt mała liczba mierników oceny najczęściej nie daje pełnego obrazu siły fundamentalnej podmiotu, co w kontekście efektów wynikających z konstrukcji portfela papierów wartościowych w długim okresie może nie być korzystne. W tak przyjętej procedurze „krokowej” utrudniona staje się również kwestia określenia ilości spółek–kandydatek do budowy portfela, np. kilka spółek będzie miało taką samą kwalifikację. Wybór spółek w ostatecznym etapie zależy od samego inwestora, ale procedury kwalifikacyjne nie dają możliwości syntetycznej oceny analizowanych podmiotów. Ponadto proces selektywnej oceny, bez zastosowania narzędzi informatycznych lub pochodzących z metod ilościowych, staje się trudny.

Prezentowane procedury kwalifikacyjne wpisują się w obszar, który obejmuje dywersyfikacja pozioma, bazują bowiem na informacjach pochodzących z analizy fundamentalnej, dzięki czemu pozwalają prowadzić selekcję i wybór walorów do portfela według kryteriów ich atrakcyjności inwestycyjnej. Jednak dywersyfikacja pozioma odnosi się w procesie selekcji do zastosowania wybranych metod wielowymiarowej analizy porównawczej (WAP), co umożliwi analizę i ocenę spółek na podstawie uzyskanej w ten sposób miary syntetycznej np. TMAI (Taksonomiczny Miernik Atrakcyjności Inwestowania) (Tarczyński 1994) czy WSF (Wskaźnik Siły Fundamentalnej) (Tarczyńska-Łuniewska 2010). Zgodnie z ideą miar syntetycznych możliwe jest porządkowanie i klasyfikacja analizowanych spółek według ich wielkości: im lepszy z punktu widzenia siły fundamentalnej podmiot, tym jego miara syntetyczna jest wyższa. W takiej sytuacji analityk czy inwestor dysponuje informacją o atrakcyjności badanych spółek i może dokonać ich selekcji i wyboru. Proces ten ułatwia wprowadzony „porządek” (od najwyższej do najniższej miary syntetycznej lub odwrotnie) i/lub klasyfikacja (podział spółek według kryteriów, np. bardzo dobre, dobre,

słabe z punktu widzenia siły fundamentalnej). Zastosowanie metod wielowymiarowej analizy porównawczej oraz narzędzi informatycznych (np. Excel) znacznie skraca czas analizy i umożliwia jednorazowo analizę kilkunastu, a nawet kilkuset podmiotów, rozpatrywanych z punktu widzenia wielu kryteriów (np. wskaźników: płynności, rentowności, sprawności działania czy zadłużenia).

Wykorzystanie dywersyfikacji pionowej w ramach procedur kwalifikacyjnych może nastąpić dopiero po zastosowaniu w dywersyfikacji poziomej idei procedur kwalifikacyjnych. Działania powinny przebiegać według kolejności:

1. Ustalić, które procedury kryteria kwalifikacyjne będą podstawą dla budowy bazy danych oraz selekcji i wyboru spółek.
2. Określić sposób pomiaru siły fundamentalnej spółek czy określenia ich atrakcyjności inwestycyjnej z wykorzystaniem metod wielowymiarowej analizy porównawczej.
3. Dokonać porządkowania i/lub klasyfikacji podmiotów.
4. Narzucić ograniczenie liczbowe dla wyboru spółek do portfela papierów wartościowych.

Uwagi końcowe

Procedury kwalifikacyjne bazują na informacjach pochodzących z analizy fundamentalnej. Takie samo podejście jest realizowane w ramach dywersyfikacji poziomej ryzyka. Idea dywersyfikacji poziomej jest ukierunkowana na połączenie informacji z analizy fundamentalnej z metodami ilościowymi (głównie z grupy wielowymiarowej analizy porównawczej), aby prowadzić do ograniczania ryzyka związanego z inwestowaniem portfelowym. Warto podkreślić, że budowę portfela papierów wartościowych poprzedza etap doboru–wyboru akcji potencjalnie wchodzących w jego skład, gdzie kluczowe zastosowanie mają założenia występujące właśnie w ramach dywersyfikacji poziomej ryzyka. Procedury kwalifikacyjne również w konsekwencji prowadzą do dywersyfikacji poziomej ryzyka, jednak działania prowadzone w ramach doboru –wyboru walorów odbywają się w sposób „krokowy” przez nakładanie kolejnych ograniczeń (kryteriów). Szersze zastosowanie procedur kwalifikacyjnych będzie miało miejsce, gdy nastąpi ich połączenie z metodami ilościowymi (wielowymiarowymi), tak jak ma to miejsce w dywersyfikacji poziomej ryzyka. Takie podejście z jednej strony przyspieszy czas analizy, ale – z drugiej –umożliwi również zbadanie atrakcyjności inwestycyjnej dużej liczby podmiotów. Ponadto pozwoli bardziej wykorzystać w praktyce zasady regulujące działania w ramach procedur kwalifikacyjnych. Poza tym występujące w ramach procedur kryteria pozwalają w nieco inny sposób posegregować informacje pochodzące z analizy fundamentalnej, natomiast kontekst ich wykorzystania w procesie selekcji walorów do portfela jest taki sam, jak w przypadku dywersyfikacji poziomej ryzyka. Całość działań ma na celu usprawnienie procesu inwestowania i zwiększenie efektywności inwestycji oraz zmniejszenie ryzyka podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

Literatura

- Czekała M. (1997), *Analiza fundamentalna i techniczna*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław.
- Gierałtowska U., Luniewska M. (2002), *Syntetyczny miernik rozwoju jako kryterium doboru spółek do portfela*, w: *Taksonomia 9. Klasyfikacja i analiza danych – teoria i zastosowania*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 942, Wrocław.
- Haugen R.A. (1996), *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG Press, Warszawa.
- Markowitz H. (1952), *Portfolio Selection*, „Journal of Finance” vol. 7, March.
- Richie J.C. (1997), *Analiza fundamentalna*, WIG Press, Warszawa.
- Tarczyńska-Luniewska M. (2010), *Metody WAP i ich wykorzystanie w definiowaniu wskaźnika siły fundamentalnej (WSF) – aspekty teoretyczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 616, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 29, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Tarczyński W. (1994), *Taksonomiczna miara atrakcyjności inwestycji w papiery wartościowe*, „Przegląd Statystyczny” nr 3.
- Tarczyński W. (1996), *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe* vol. I i II, Placet, Warszawa.
- Tarczyński W. (2002), *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*, w: *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, red. K. Jajuga, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 952, Wrocław.
- Tarczyński W., Luniewska M. (2004), *Dywersyfikacja ryzyka na polskim rynku kapitałowym*, Placet, Warszawa.
- Tarczyński W., Luniewska M. (2005), *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Tarczyński W., Luniewska M. (2008), *Efektywność analizy portfelowej na polskim rynku kapitałowym z wykorzystaniem wielowymiarowej analizy porównawczej*, w: *Modelowanie matematyczne i ekonometryczne na polskim rynku finansowym*, red. P. Chrzan, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice.
- Tarczyńska-Luniewska M. (2013), *Metodologia oceny siły fundamentalnej spółek (gieldowych i pozagieldowych)*, Zapol, Szczecin.
- Zarzecki D. (1997), *Wykorzystanie wskaźników finansowych w ocenie przedsiębiorstwa*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” nr 10.

QUALIFICATION PROCEDURES AND RISK DIVERSIFICATION

Summary: Investing in securities is a complex process that can take place at different levels of aggregation of the financial market, as well as a variety of methods (from the group of methods: technical, fundamental or portfolio analysis). However, there is one effective way to invest because the investment process is subject to many factors. In the process of investing a special place for diversification of risk. It is realized in the framework of portfolio analysis methods. Due to the long-term nature of investment portfolio analysis uses certain information from fundamental analysis. This information is adequately developed allows the selection and choice of companies to build a portfolio of securities. The most visible effect of combination of fundamental analysis of the portfolio is shown on the horizontal and vertical diversification of risk. In fundamental analysis, but there are procedures for eligibility, which are also helpful in selecting companies. The main goal of this paper is to present and compare the existing procedures for the qualification of the idea of horizontal and vertical diversification of risk. It is also important answer to the question where you can assign the idea of selecting companies according to qualification procedures and the activities carried out in the framework of procedures leading to the risk diversification.

Keywords: qualification procedures, risk diversification (horizontal and vertical), fundamental analysis, portfolio analysis

Cytowanie

- Tarczyńska-Luniewska M. (2015), *Procedury kwalifikacyjne w kontekście dywersyfikacji ryzyka*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 597–605; www.wneiz.pl/frfu.

