

# Magdalena Brojakowska, Sławomir Zarebski

---

## Krótką sprzedaż papierów wartościowych w polityce inwestycyjnej małych i średnich przedsiębiorstw

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 111, 472-482

---

2014

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MAGDALENA BROJAKOWSKA

ŚLAWOMIR ZARĘBSKI

Uniwersytet Szczeciński

## KRÓTKA SPRZEDAŻ PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W POLITYCE INWESTYCYJNEJ MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW

### Streszczenie

Artykuł specyfikuje główne zalety i niebezpieczeństwa (ryzyka), związane z wykorzystaniem krótkiej sprzedaży, a także analizuje jej znaczenie, ze szczególnym uwzględnieniem możliwości wykorzystywania jej w średnich i małych spółkach kapitałowych.

**Słowa kluczowe:** krótka sprzedaż, ryzyko krótkiej sprzedaży, średnie i małe spółki kapitałowe

### Wprowadzenie

Krótką sprzedaż papierów wartościowych jest – w praktyce polskich przedsiębiorstw, niezajmujących się profesjonalnie działalnością inwestycyjną – instrumentem finansowym o bardzo ograniczonym wykorzystaniu. Ta forma inwestowania – niegdyś uważana za instrument przeznaczony głównie dla zawodowych inwestorów – zaczyna jednak być coraz częściej stosowana na światowych rynkach kapitałowych także przez podmioty indywidualne i niefinansowe przedsiębiorstwa<sup>1</sup>. Zjawisko to wynika przynajmniej z dwóch powodów – przepisy prawne poszczególnych państw pozwalają inwestorom na swobodniejsze wykorzystanie tego instrumentu finansowego, a technika krótkiej sprzedaży staje się elementem wielu strategii inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Strategie takie umożliwiają między innymi na osiągnięcie zysków podczas spadków cen akcji oraz zwiększenie poziomu zabezpieczenia się przed ryzykiem podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Wydaje się, że także dla tych polskich przedsiębiorców sektora niefinansowego, które wykorzystują rynek kapitałowy do dokonywania krótko i średnioterminowych inwestycji oraz do przeprowadzania operacji zabezpieczających ryzyko działań operacyjnych, instrument krótkiej sprzedaży może być stosowany jako element wzbogacający arsenał stosowanych narzędzi finansowych.

W artykule przedstawiono podstawowe mechanizmy krótkiej sprzedaży papierów wartościowych, jako jednej z uzupełniających technik inwestycyjnych; opisano

---

<sup>1</sup> Szerzej na ten temat M. Wójcicki, *Krótką sprzedaż – wybrane aspekty*, materiały informacyjne GPW w Warszawie, Warszawa 2006.

formalnoprprawne wymogi związane z jej wykorzystaniem na polskim rynku kapitałowym, a także przeanalizowano ekonomiczne uwarunkowania tej techniki w przedsiębiorstwach niefinansowych (także w małych i średnich podmiotach gospodarczych).

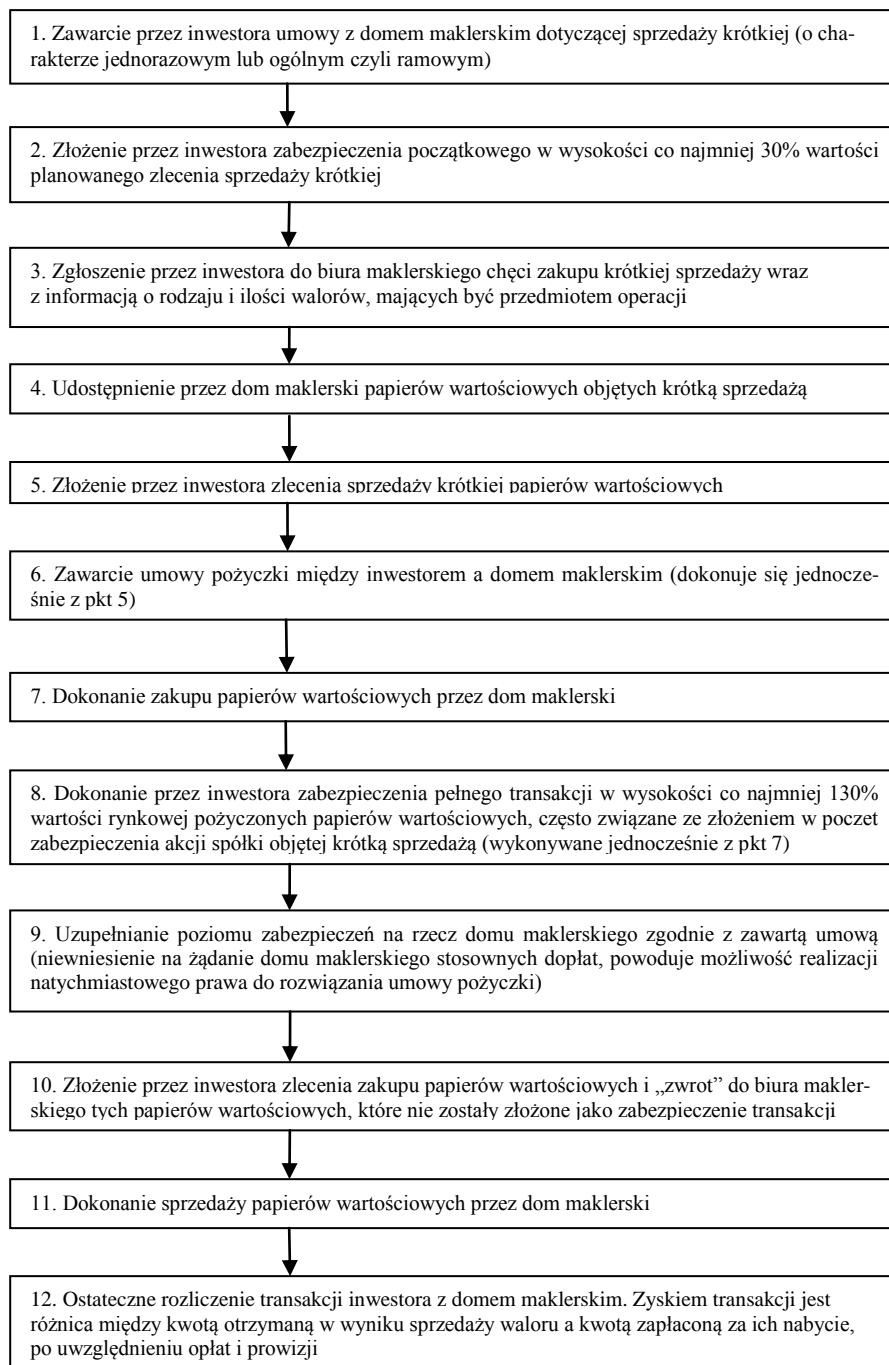
## 1. Istota krótkiej sprzedaży i jej znaczenie makroekonomiczne

Krótka sprzedaż należy do zaawansowanych technik inwestycyjnych, służących dokonywaniu operacji na rynku kapitałowym (zwłaszcza rynku akcji) w sytuacji zniżującego trendu cenowego rynku albo spadających cen poszczególnych papierów wartościowych. Specyfiką krótkiej sprzedaży jest dokonywanie transakcji przy wykorzystaniu pożyczonych od domu maklerskiego papierów wartościowych, których zwrot jest gwarantowany przez złożenie depozytu zabezpieczającego. Po spadku cen danej akcji, następuje ich odkupienie (po niższej cenie) i zwrot maklerowi.

Krótka sprzedaż zakłada postępowanie odwrotne do podejścia klasycznego, polegającego na zakupie określonego aktywu w następstwie prognozowania wzrostów cen, utrzymania go przez pewien czas i sprzedaży z zyskiem. Następuje tu czasowe zainwestowanie środków finansowych inwestora w walor, wobec którego przewiduje się spadek wartości. Oryginalność sprzedaży krótkiej polega na tym, że moment sprzedaży następuje w tym wypadku przed terminem zakupu. Mechanizm sprzedaży krótkiej przedstawiono na rysunku 1.

Na wady i zalety krótkiej sprzedaży można spojrzeć z punktu widzenia makroekonomicznego (całej gospodarki) i mikroekonomicznego (konkretnego inwestora). Makroekonomiczne zalety krótkiej sprzedaży obejmują m.in.: zwiększenie aktywności rynku kapitałowego w trakcie okresu spadkowego, podniesienie poziomu płynności aktywów na rynku kapitałowym, podwyższenie poziomu efektywności rynku kapitałowego, umożliwienie – przy wykorzystaniu wskaźników dotyczących sprzedaży krótkiej – budowy prognoz dotyczących przyszłych ruchów cen na rynkach kapitałowych. Powszechnie uznany jest także pozytywny wpływ działalności inwestorów, dokonujących krótkiej sprzedaży na skuteczne studzenie rynku, w trakcie okresów najszybszych wzrostów.

Makroekonomiczne wady krótkiej sprzedaży wiążą się m.in. z faktem, że jest ona przez wielu inwestorów uważana za nieetyczną i źle służącą rynkowi ze względu na wykorzystywanie spadków na giełdzie. Zdaniem wielu inwestorów, technika krótkiej sprzedaży – realizowana w większej skali – może przyczynić się do wywołania niekorzystnych tendencji na rynku kapitałowym. Uważa się np. że masowe wykorzystywanie tej metody (wraz z operacjami wykonywanymi na rynku instrumentów pochodnych oraz ze stosowaniem automatycznych systemów inwestycyjnych) przyczyniło się do krachu na giełdach amerykańskich w 1987 roku, a także wpłynęło na głębokość światowego kryzysu finansowego w 2007 roku.



Rysunek 1. Algorytm sprzedaży krótkiej

Źródło: opracowanie własne.

Niekwestionowanym zjawiskiem negatywnym związanym z krótką sprzedażą jest także fakt jej wykorzystywania, jako przedmiotu manipulacji ze strony nieuczciwych uczestników rynku, dążących do uzyskania spadku cen określonego waloru (np. przez rozpuszczanie fałszywych informacji dotyczących konkretnej spółki<sup>2</sup>). Krótka sprzedaż wykorzystywana jest w sposób nieuczciwy nie tylko przez inwestorów stosujących ten instrument, ale także przez władze spółek, usiłujących doprowadzić do sztucznego podniesienia cen danej spółki<sup>3</sup>.

Efektom kumulowania się licznych wad i zalet w metodzie krótkiej sprzedaży jest chwiejne stanowisko krajowych i międzynarodowych regulatorów rynków kapitałowych w świecie (ustawodawców i instytucji odpowiedzialnych za prawidłowe funkcjonowanie giełd światowych). Do końca 2007 roku, świadectwem dominacji poglądu, że zalety krótkiej sprzedaży przewyższają jej wady, była – przeważająca w krajach o rozwiniętym rynku kapitałowym – tendencja do usuwania lub ograniczania wielu restryktywnych przepisów prawnych dotyczących tej formy sprzedaży<sup>4</sup>. Pokłosiem ostatniego kryzysu finansowego jest natomiast odwrócenie się tej tendencji, skutkujące reaktywacją w wielu państwach, licznych przepisów ograniczających wykorzystywanie krótkiej sprzedaży. Także w Polsce takie działania prowadzą do zapowiedzi zmian prawnych w tym zakresie<sup>5</sup>.

## 1. Krótka sprzedaż na polskim rynku kapitałowym

**Uwarunkowania formalno-prawne.** Specyfika krótkiej sprzedaży wymaga szczegółowej regulacji dotyczącej formalno-prawnych uwarunkowań dokonywania tego typu operacji. Na najważniejszych giełdach światowych (w tym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie) krótka sprzedaż podlega licznym ograniczeniom o charakterze prawnym. Podstawowym przepisem prawnym, regulującym kwestie krótkiej sprzedaży na GPW w Warszawie jest, wydane na podstawie Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (DzU, nr 183, poz. 1538), Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 kwietnia 2006 roku w sprawie trybu i warunków pożyczania maklerskich instrumentów finansowych, z udziałem firm inwestycyjnych oraz banków powierniczych. Przepis ten zastąpił Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 kwietnia 2005 roku w sprawie pożyczania papierów wartościowych z udziałem podmiotów prowadzących działalność maklerską oraz banków prowadzących rachunki papierów wartościowych (DzU, nr

---

<sup>2</sup> Jest to taktyka nazywana *short and distort*, która jest przeciwieństwem podobnych zachowań na rynku wzrastającym (taktyka *pump and dump*).

<sup>3</sup> Przykłady takich działań zawiera np. O.A. Lament, *Go down fighting: short sellers vs. firms*, NBER Working Papers, WP 10659, Cambridge 2004.

<sup>4</sup> Najbardziej znaczącym przykładem tego typu działań jest zniesienie (od 5.07.2007 r.) obowiązującej na giełdach amerykańskich od 1934 r. tzw. *uptick rule*, czyli zasady zakazującej dokonywania operacji krótkiej sprzedaży w okresie spadków cen.

<sup>5</sup> W czerwcu 2013 r., rząd RP przyjął założenia zmian w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, które mają służyć ograniczeniu krótkiej sprzedaży, w zakresie związanym ze spekulacjami finansowymi, prowadzonymi za pomocą tego instrumentu (szerzej „Gazeta Wyborcza”, 13.06.2013).

71, poz. 638). Rozporządzenie z 20 kwietnia 2006 roku umożliwiło m.in. przekazywanie przez dom maklerski walorów otrzymanych tytułem zabezpieczenia operacji krótkiej sprzedaży do ich dalszego pożyczania dla klienta pod krótką sprzedaż. Poprzednie przepisy regulowały, że dom maklerski nie mógł zabezpieczenia klienta przekazać jako zabezpieczenia zaciąganej przez niego pożyczki. Zmienione przepisy przyczyniły się do rozszerzenia wykorzystania instrumentu krótkiej sprzedaży na polskim rynku kapitałowym.

Przepisy prawne dotyczące krótkiej sprzedaży regulują przede wszystkim następujące kwestie: przedmiot i dopuszczalny zakres operacji krótkiej sprzedaży; formy umów dotyczących krótkiej sprzedaży zawieranych między inwestorem a domem maklerskim i zakres niezbędnych regulacji zawartych w takich umowach (w tym kwestie warunków zawierania, rozwiązywania i wygasania takiej umowy); wymogi zabezpieczenia operacji krótkiej sprzedaży.

Przedmiotem operacji krótkiej sprzedaży są wyłącznie papiery wartościowe dopuszczone do obrotu w ramach krótkiej sprzedaży. Są to głównie obligacje Skarbu Państwa oraz akcje i obligacje wybranych podmiotów gospodarczych, spełniających wymogi określone w przepisach (wymogi te dotyczą wartości rynkowej podmiotu gospodarczego oraz minimalnej wartości średnich dziennych obrotów lub średniej dziennej liczby transakcji). Lista podmiotów gospodarczych spełniających powyższe wymogi (ustalana kwartalnie) jest dostępna w informacjach giełdowych, natomiast lista papierów wartościowych, na których dokonywane są operacje krótkiej sprzedaży realizowane przez konkretne domy maklerskie, musi być udostępniona klientom w każdym biurze maklerskim tej spółki.

Istnieją dwie podstawowe formy umowy pożyczki związanej z przeprowadzeniem krótkiej sprzedaży: ramowa umowa sprzedaży krótkiej (umożliwiająca przeprowadzanie cyklicznych operacji sprzedaży krótkiej) oraz umowa (jednorazowej) sprzedaży krótkiej. Umowy takie regulują m.in. rodzaj instrumentów finansowych, które są przedmiotem danej umowy pożyczki; rodzaj i zakres czynności podejmowanych przez biura maklerskie w związku z realizowaniem umowy pożyczki; tryb ustalania wynagrodzenia dla domu maklerskiego; sposób wykonywania obowiązków ciążących na kliencie biura maklerskiego, w związku z zawarciem umowy pożyczki<sup>6</sup>. Zawarcie umowy pożyczki następuje z chwilą przejęcia przez dom maklerski do realizacji zlecenia sprzedaży papierów wartościowych, będących przedmiotem pożyczki<sup>7</sup>. Umowa pożyczki zostaje rozwiązana, gdy zlecenie sprzedaży krótkiej nie zostanie wykonane w terminie jego ważności. Umowa ta wygasa natomiast z chwilą zwrotu pożyczonych walorów (zapisania ich na rachunku papierów wartościowych pożyczkodawcy).

Jednym z podstawowych obowiązków inwestora dokonującego krótkiej sprzedaży jest ustanowienie odpowiedniego zabezpieczenia przeprowadzanej operacji. Do regulowanych przepisami kwestii związanych z zabezpieczeniem należą m.in. zagadnienia:

<sup>6</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z 20 kwietnia 2006 r. w sprawie trybu i warunków pożyczania maklerskich instrumentów finansowych, z udziałem firm inwestycyjnych i banków powierniczych, par. 11.

<sup>7</sup> *Ibidem*, par. 40.

- ustalenie rodzaju zabezpieczenia (początkowe, dodatkowe) i wyszczególnienie tych rodzajów środków finansowych (gotówka, papiery wartościowe), które mogą stanowić takie zabezpieczenie,
- określenie wysokości zabezpieczenia oraz trybu jego uzupełniania w przypadku przekroczenia poziomu zabezpieczenia,
- wyznaczenie warunków ustanowienia zabezpieczenia (terminy powstania zabezpieczenia, sposoby przechowywania walorów, możliwości ich wykorzystania przez dom maklerski).

Rozporządzenie dotyczące sprzedaży krótkiej szczegółowo reguluje zarówno kwestię zabezpieczenia początkowego, jak i zabezpieczenia dodatkowego. Zabezpieczenie początkowe musi być złożone nie później niż w chwili składania zlecenia sprzedaży krótkiej, a jego wysokość nie może być niższa niż 30% wartości zlecenia<sup>8</sup>. Zabezpieczenie dodatkowe, składane jest najpóźniej w chwili realizacji transakcji, a jego minimalna wysokość to 130% wartości pożyczonych przez dom maklerski walorów. Wartość ta musi być utrzymywana przez cały okres trwania umowy pożyczki<sup>9</sup>.

**Praktyka realizacji umów krótkiej sprzedaży na GPW w Warszawie.** Pomimo istnienia korzystnych dla inwestorów formalno-prawnych ram funkcjonowania krótkiej sprzedaży w naszym kraju, liczba operacji tego typu na GPW jest znikoma, stanowiąc niewielki procent jej całkowitych obrotów. Statystykę krótkiej sprzedaży na GPW w Warszawie<sup>10</sup> przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Statystyka krótkiej sprzedaży na GPW w Warszawie

| Krótka sprzedaż                               | 2010<br>(dane od lipca 2010 r.) | 2011      | 2012      |
|---|---------------------------------|-----------|-----------|
| Liczba instrumentów<br>(na koniec roku)       | 178                             | 178       | 176       |
| Wartość obrotów ogółem<br>(tys. zł)           | 1 008 643                       | 2 682 050 | 2 778 108 |
| Średnia wartość obrotów<br>na sesję (tys. zł) | 7819                            | 10 685    | 11 157    |
| Średnia liczba transakcji<br>na sesję         | 290                             | 419       | 511       |
| Średnia wartość transakcji<br>(tys. zł)       | 27                              | 26        | 22        |

Źródło: GPW w Warszawie.

<sup>8</sup> *Ibidem*, par. 32.

<sup>9</sup> *Ibidem*, par. 34.

<sup>10</sup> *Rocznik giełdowy 2013. Dane statystyczne za rok 2012*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2013, www.gpw.pl.

Wśród źródeł tak niskiego wykorzystania krótkiej sprzedaży na polskim rynku kapitałowym (w porównaniu z podstawowymi giełdami światowymi, na których obroty w ramach krótkiej sprzedaży sięgają nawet do 10% poziomu dziennych obrotów tych giełd) można wymienić zarówno bariery popytowe, jak i podażowe. Krótka sprzedaż uchodzi wśród inwestorów za skomplikowaną i nie jest powszechnie wykorzystywana przez inwestorów. Ponadto, tego typu instrument stosowany jest głównie na rynku spadającym, co w wypadku długotrwałej hossy nie skłania inwestorów do wykorzystania krótkiej sprzedaży w swojej strategii inwestycyjnej. Podstawową przyczyną niskich obrotów w krótkiej sprzedaży na GPW w Warszawie jest jednak bardzo niska podaź papierów wartościowych, skutkująca małą liczbą akcji i obligacji oferowaną inwestorom zainteresowanym „pożyczeniem” papierów wartościowych dla realizacji operacji krótkiej sprzedaży. Niska podaź tych walorów powoduje, że ceny udostępnienia ich inwestorom są wysokie (w przeciwieństwie do relatywnie niskich opłat za wypożyczenie papierów wartościowych na giełdach zachodnich)<sup>11</sup>.

## **2. Uwarunkowania realizacji krótkiej sprzedaży przez małe i średnie (niefinansowe) podmioty gospodarcze**

Ostatnie kilkanaście lat to okres gwałtownych zmian w zakresie nastawienia podmiotów niefinansowych (a także inwestorów indywidualnych) do sposobów inwestowania, obszarów dokonywania inwestycji i produktów, w jakie się inwestuje. Wiele czynników – zarówno technicznych, ekonomicznych, jak i prawnych – przyczyniło się do zmiany nastawienia firm w tym zakresie. Następową ewolucja instrumentarium rynku finansowego, postępował gwałtowny rozwój wykorzystywanych na tym rynku środków technicznych (internet, telekomunikacja), postępował rozwój kapitałowych rynków detalicznych. Równie istotne były zmiany o charakterze regulacyjnym, które doprowadziły do zliberalizowania warunków dokonywania transakcji w poszczególnych krajach. Jedną z najważniejszych barier ekonomicznych, którą udało się sforsować, była w wielu przypadkach bariera minimalnych środków finansowych, niezbędnych dla dokonywania poszczególnych operacji, co wynikało ze znaczącego obniżenia jednostkowych kosztów transakcyjnych w operacjach rynku kapitałowego, pieniężnego czy walutowego<sup>12</sup>.

Do podstawowych tendencji w inwestowaniu podmiotów niefinansowych w ostatnich latach zaliczyć można powiększenie obszaru dokonywania inwestycji o nowe segmenty operacyjne rynku finansowego oraz rozszerzenie zakresu produktów inwestycyjnych, w które podmioty te inwestują. Przedsiębiorstwa spoza sektora finansowego, w zakresie inwestycji o charakterze nierzeczowym koncentrowały się, jeszcze w niedalekiej przeszłości, na takich segmentach rynku finansowego, jak rynek kapitałowy i depozytowo-kredytowy. Pozostałe segmenty rynku finansowego były uważane przez te podmioty za zbyt niebezpieczne, aby dokonywać na nich

<sup>11</sup> M. Wójcicki, *Krótka sprzedaż...*, s. 3.

<sup>12</sup> Szerzej na ten temat S. Zarębski, *FOREX as an effective place of investments for small and medium sized enterprises*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 574, Service Management nr 4, Szczecin 2010, s. 82.



transakcji. Dotyczyło to głównie rynku transakcji terminowych oraz spekulacyjnych transakcji walutowych, które w ostatnich latach stały się obiektem wzrastającego zainteresowania ze strony osób indywidualnych oraz gospodarczych podmiotów niefinansowych.

Podobne tendencje zaobserwować można w rozszerzeniu instrumentarium wykorzystywanych produktów inwestycyjnych. Podmioty niefinansowe inwestowały w przeszłości głównie w klasyczne walory, takie jak akcje, a także dokonywały zakupów różnej kategorii krótko i długoterminowych papierów dłużnych oraz zaciągały kredyty bankowe. Obecnie, zarówno osoby indywidualne, jak i niefinansowe podmioty gospodarcze znacznie odważniej sięgają po różnorodne produkty strukturyzowane, dużo częściej także wprowadzają do swoich portfeli inwestycyjnych instrumenty pochodne (np. opcje). Wykorzystanie krótkiej sprzedaży wpisuje się w ogólną tendencję do tworzenia bardziej różnorodnych portfeli inwestycyjnych przez tę grupę inwestorów i wykorzystywania w tym celu technik i produktów, zastrzeżonych dotąd dla inwestorów profesjonalnych. Otwarcie się nowych rynków i nowych produktów na podmioty niefinansowe – w tym na małe i średnie podmioty gospodarcze – spowodowało rozszerzenie możliwości inwestycyjnych dla tych podmiotów.

**Niedogodności i ryzyka, wynikające z wykorzystywania krótkiej sprzedaży przez podmioty niefinansowe.** Wykorzystanie nowych rynków finansowych, nowych produktów i technik inwestycyjnych, poza wymienionymi wyżej walorami, znacząco zwiększyło ekspozycję inwestorów na dodatkowe ryzyka finansowe. Krótka sprzedaż wiąże się z kilkoma specyficznymi ryzykami. Jednym z podstawowych czynników ryzyka jest konieczność dokonywania operacji krótkiej sprzedaży przeciwko ogólnemu kierunkowi rynku – w perspektywie historycznej dominujący jest bowiem rosnący trend walorów kapitałowych (większość akcji w długim okresie zyskuje na wartości, a okresy wzrostów na giełdach są dłuższe niż okresy spadków). Ponadto, w przeciwieństwie do klasycznych operacji na rynku akcji, poziom potencjalnych zysków jest ograniczony, natomiast poziom potencjalnych strat ze sprzedaży krótkiej jest nieograniczony<sup>13</sup>. Przy zajmowaniu pozycji długich poziom strat jest ograniczony do wysokości dokonanej inwestycji (cena zakupionego waloru nie może spaść poniżej zera), natomiast przy sprzedaży krótkiej nieograniczony teoretycznie wzrost cen prowadzi do potencjalnie nieograniczonej wysokości strat na zajmowanej pozycji<sup>14</sup>.

Dodatkowe ryzyko operacji krótkiej sprzedaży wiąże się z koniecznością wykorzystywania kapitału pożyczkowego do dokonywania tego typu operacji, co zmusza do uwzględniania przez inwestorów ryzyk kredytowych oraz do utrzymywania odpowiedniego poziomu zabezpieczeń. Specyficzny dla krótkiej sprzedaży jest także tzw. *short squeeze* – wzrost akcji na giełdzie wywołuje procesy zamykania pozycji przez inwestorów dokonujących krótkiej sprzedaży, co zwiększa nacisk na dalszy wzrost cen walorów. Jest to zjawisko o charakterze krótkoterminowym, nie-

<sup>13</sup> M. Busack, *Handbuch alternative investments band 1*, Gabler Verlag, Wiesbaden 2006, s. 94.

<sup>14</sup> Sposobem zabezpieczenia się przed nieograniczoną stratą może być wykorzystanie zlecenia typu *stop-loss* przy określonym wzroście ceny waloru lub umowa z maklerem o zamknięcie pozycji przy wysokości strat równej wielkości złożonego zabezpieczenia.

bezpieczne zwłaszcza dla inwestorów nastawionych na krótki okres inwestycji. Dokonujący krótkiej sprzedaży muszą też liczyć się z faktem, że nawet poprawne zdiagnozowanie stanu spółki jako przewartościowanej nie jest wystarczające dla dokonania zyskowej operacji na krótkiej pozycji – stan przewartościowania może się bowiem utrzymywać przez bardzo długi czas.

Poza wymienionymi powyżej ryzykami, krótka sprzedaż wiąże się także z następującymi niedogodnościami:

- liczne dodatkowe koszty (np. koszty prowizji maklerskich, złożonego zabezpieczenia, wypożyczenia akcji objętych krótką sprzedażą),
- konieczność podpisania odpowiedniej umowy z biurem maklerskim, a także – w większości wypadków – dokonania odpowiedniego zabezpieczenia transakcji,
- ograniczenie operacji krótkiej sprzedaży jedynie do spółek objętych dopuszczeniem do tego typu operacji<sup>15</sup>.

Poziom zarzysowanych powyżej problemów oraz ryzyk finansowych, wiążących się z wykorzystywaniem krótkiej sprzedaży przez nieprofesjonalnych inwestorów, nakazuje wykorzystywanie różnorodnych środków ostrożnościowych w praktyce działania tych podmiotów, do których zaliczyć można m.in.:

- ograniczanie poziomu dokonywanych operacji tego typu oraz odpowiedni poziom dywersyfikacji aktywów,
- dobre merytoryczne przygotowanie się do realizacji tych operacji, na przykład przez odpowiednie szkolenie w tym zakresie,
- nawiązanie ścisłej współpracy z biurem maklerskimi, dla celów wypracowania możliwie niskich prowizji i redukcji kosztów przeprowadzenia operacji krótkiej sprzedaży,
- każdorazowe przygotowanie odpowiedniego planu transakcji i ścisła realizacja tego planu,
- ustanowienie systemu kontroli nad prowadzonymi operacjami dokonywanymi przez podmiot niefinansowy na rynku kapitałowym.

**Korzyści wykorzystywania krótkiej sprzedaży przez podmioty niefinansowe.** Zalety sprzedaży krótkiej obejmują między innymi:

- możliwość dokonywania zyskowych operacji finansowych w trakcie trwania bessy zarówno w zakresie spekulacji jak i *hedgingu*,
- sposobność uzyskiwania wysokich stóp zwrotu na inwestycjach (jako skutek podwyższonego poziomu ryzyka na tych operacjach).

Mniejsze podmioty gospodarcze mogą dokonywać krótkiej sprzedaży zarówno w zakresie działań spekulacyjnych, jak i operacji zabezpieczających. Na bazie sprzedaży krótkiej mogą być także prowadzone bardziej złożone strategie inwestycyjne, np. arbitraż z kontraktami terminowymi na akcje poszczególnych spółek<sup>16</sup>. *Hedging* na pozycjach krótkich uzyskuje się przez zajmowanie krótkich pozycji, w celu zabezpieczenia swoich długich pozycji na rynku. *Hedging* jest podstawowym

<sup>15</sup> Autor nieujawniony, *Krótką sprzedaż. Broszura informacyjna*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2006, s. 8.

<sup>16</sup> Szerzej na ten temat K. Mejszutowicz, *Przykład arbitrażu z wykorzystaniem krótkiej sprzedaży*, materiały informacyjne GPW w Warszawie, Warszawa 2006.

motywy wykorzystywania krótkiej sprzedaży na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Na polskim rynku kapitałowym tak jednak nie jest, o czym świadczą bardzo niskie obroty rynku sprzedaży krótkiej w ostatnich latach (wynikające w części jako skutek stabilnego trendu wzrostowego, ograniczającego działania spekulacyjne na tym rynku).

Strategia inwestycyjna krótkiej sprzedaży jest koncepcją do pewnego stopnia (czyli w zakresie możliwości osiągnięcia zysków gdy ceny akcji spadają) alternatywną wobec strategii wykorzystania instrumentów pochodnych, gdy inwestorzy kupują opcje przewidując spadek kursu. W porównaniu z krótką sprzedażą, opcja (ściślej opcja *put*) daje inwestorom następujące korzyści: wielkość potencjalnej straty jest mniejsza (ograniczona), wykorzystywany jest efekt dźwigni finansowej (co umożliwia osiągnięcie większego zwrotu z zainwestowanego kapitału) oraz wiąże (zamraża) znacznie mniejszą ilość kapitału. Zaletą krótkiej sprzedaży w porównaniu z opcjami jest natomiast bezterminowość (brak automatycznego wygaśnięcia w określonym momencie)<sup>17</sup>.

Wszystkie te zalety mogą być, zdaniem autorów, czynnikiem zachęcającym niefinansowe podmioty gospodarcze, w tym małe i średnie przedsiębiorstwa, do szerszego wykorzystywania krótkiej sprzedaży. Instrument ten, jak dotąd, niemal nieznanym wśród nieprofesjonalnych polskich inwestorów, może być skutecznym narzędziem wspomagającym procesy zarządzania krótkookresowymi nadwyżkami środków pieniężnych w tych podmiotach.

## Podsumowanie

1. Zakres wykorzystania instrumentu krótkiej sprzedaży przez polskie przedsiębiorstwa warunkowany jest wieloma czynnikami o różnorodnym charakterze. Do najważniejszych grup czynników zaliczyć można:
  - uwarunkowania o charakterze ekonomicznym, zwłaszcza podstawowe wady i zalety tego instrumentu finansowego oraz główne ryzyka, związane z jego stosowaniem,
  - uwarunkowania o charakterze prawnym, wynikające z obowiązujących regulacji prawnych dotyczących krótkiej sprzedaży,
  - uwarunkowania związane z poziomem rozwoju lokalnego rynku finansowego, zwłaszcza podstawowe bariery wynikające z jego ograniczeń.
2. Wykorzystywanie operacji krótkiej sprzedaży może stanowić – dla niefinansowych podmiotów gospodarczych – istotne rozszerzenie stosowanego instrumentarium technik dokonywania inwestycji kapitałowych.
3. Specyficzne dla operacji krótkiej sprzedaży ryzyka i niedogodności powodują, że zastosowanie tego instrumentu jako elementu inwestycji kapitałowych lub zabezpieczenia ryzyka musi być poprzedzone przygotowaniem się podmiotu do realizacji tego typu operacji finansowych (szkolenie, analizy, plan inwestycyjny); powinny także być wykonywane z należytą ostrożnością.

---

<sup>17</sup> H.B. Mayo, *Wstęp do inwestowania*, Liber, Warszawa 1997, s. 627.

**Literatura**

- Autor nieujawniony, *Krótką sprzedaż. Broszura informacyjna*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2006.
- Busack M., *Handbuch alternative investments band 1*, Gabler Verlag, Wiesbaden 2006.
- Lament O.A., *Go down fighting: short sellers vs. firms*, NBER Working Papers 10659, Cambridge, 2004.
- Mayo H.B., *Wstęp do inwestowania*, Liber, Warszawa 1997.
- Mejszutowicz K., *Przykład arbitrażu z wykorzystaniem krótkiej sprzedaży*, materiały informacyjne GPW w Warszawie, Warszawa 2006.
- Wójcicki M., *Krótką sprzedaż – wybrane aspekty*, materiały informacyjne GPW w Warszawie, Warszawa 2006.
- Zarębski S. *FOREX as an effective place of investments for small and medium sized enterprises*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 574, Service Management nr 4, Szczecin 2010.
- www.gpw.pl.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 20 kwietnia 2006 r. w sprawie trybu i warunków pożyczania maklerskich instrumentów finansowych, z udziałem firm inwestycyjnych i banków powierniczych, DzU, nr 71, poz. 638.
- Rocznik giełdowy 2013. Dane statystyczne za rok 2012*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2013.

**SHORT SALE AS AN ELEMENT OF CAPITAL INVESTMENT  
OF THE ENTERPRISES****Summary**

The article presents the possibilities of using the short sale as an investment instrument in Polish companies. The mechanism of the short sale and the new Polish regulations concerning the question has been described. The gains and risks of using the short in companies practice has also been analyzed by the author.

**Keywords:** short sale, short sales risk, medium-sized and small capital companies

*Translated by Sławomir Zarębski*