

## Cztery atrakcyjne smaki – plusy i minusy

### 1. Wartość wygrywa

244

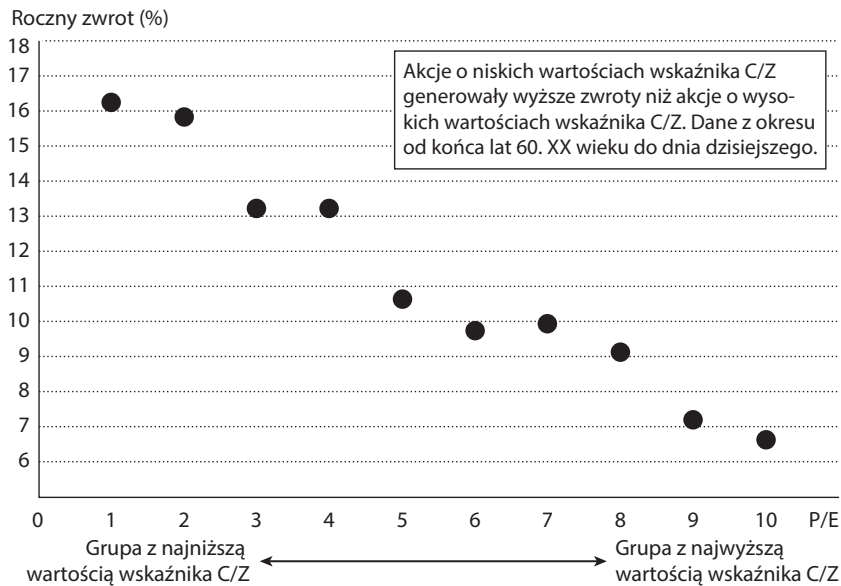
W 1934 roku David L. Dodd i Benjamin Graham opublikowali manifest dla inwestorów, który zgromadził wielu zwolenników, w tym Warrena Buffetta. Uważali oni, że w długim okresie zawsze wygrywa „wartość”. Chcąc tę „wartość” znaleźć, inwestorzy powinni poszukiwać akcji na przykład o niskim wskaźniku ceny do zysku albo o niskiej cenie w stosunku do wartości księgowej. „Wartość” ma się opierać na bieżących realiach, a nie na prognozach wzrostu. Teoria ta pokrywa się z poglądami zwolenników teorii finansów behawioralnych, zgodnie z którą inwestorzy często wykazują nadmierną pewność siebie w swoich próbach prognozowania wzrostu dochodów spółek i tym samym nadmiernie stawiają na spółki „wzrostowe”.

Mam sporo intelektualnej sympatii dla tego podejścia. Jedną z podstawowych zasad, którą kieruję się w wyborze spółek do portfela, jest poszukiwanie spółek o dobrej perspektywie wzrostu, które nie zostały jeszcze odkryte przez rynek i w związku z tym są wyceniane na niską wielokrotność ceny do zysku. Podejście to jest często nazywane „wzrostem w rozsądnej cenie”. Wielokrotnie przestrzegałem już inwestorów przed zagrożeniami związanymi z wysokimi wskaźnikami ceny do zysku. Prognozowanie dochodów spółek jest tak trudne, że zdecydowanie lepiej jest trzymać się niskich wskaźników ceny do zysku. Jeżeli wzrost wystąpi, najprawdopodobniej wzrosną dochody i mnożnik, więc inwestor skorzysta podwójnie. Jeżeli kupisz akcje o wysokim wskaźniku ceny do zysku, a dalszy wzrost dochodów nie wystąpi, straty również mogą okazać się podwójne. Spaść mogą dochody i mnożnik.

Można znaleźć historyczne dowody na to, że portfel złożony z akcji o względnie niskich wartościach wskaźnika C/Z (oraz niskich mnożnikach wartości księgowej, przepływów pieniężnych lub przychodów) generuje ponadprzeciętnie wysokie stopy zwrotu nawet po uwzględnieniu większego ryzyka, mierzonego zgodnie z założeniami modelu wyceny aktywów kapitałowych. Poniższy wykres przedstawia zwroty z dziesięciu grup akcji takiej samej wielkości, uszeregowanych według ich wskaźników C/Z. Grupa 1 miała najniższą wartość wskaźnika C/Z, grupa 2 miała drugą najniższą wartość tego wskaźnika itd. Z wykresu wynika, że wzrost wskaźnika C/Z przekładał się na spadek stopy wzrostu.

Niskie wartości wskaźnika C/Z i niskie wartości wskaźnika ceny do wartości księgowej mogą stanowić odzwierciedlenie czynników ryzyka. Spółki

## Średnie roczne zwroty a wskaźnik C/Z



245

Źródło: Stern School of Business, New York University

znajdujące się w tarapatkach finansowych zwykle są wyceniane relatywnie nisko w stosunku do swoich dochodów czy wartości księgowej. Na przykład giganci finansowi, tacy jak amerykańskie banki Citigroup czy Bank of America, w 2009 roku były wyceniane przez rynek istotnie niżej, niż wynosiła ich deklarowana wartość księgowa. Wtedy wydawało się, że istnieje duże ryzyko przejęcia tych instytucji przez państwo, co oznaczałoby utratę aktywów przez ich akcjonariuszy.

Standardową miarą czynnika wartości jest HML – zwrot z 30 procent tych akcji, które odznaczają się najwyższymi wskaźnikami wartości księgowej do wartości rynkowej, minus 30 procent tych akcji, które odznaczają się najniższymi wskaźnikami wartości księgowej do wartości rynkowej. W latach 1927–2020 roczna premia za ryzyko z tytułu tak rozumianego czynnika wartości wynosiła 4,0 procent.

Kolejnym sposobem pomiaru premii z tytułu czynnika wartości jest obliczenie jego wskaźnika Sharpe'a. Od 1927 roku czynnik wartości (mierzony metodą HML) osiągnął wskaźnik Sharpe'a na poziomie 0,34, co jest sporym stosunkiem korzyści do ryzyka, niemal tak dużym jak ten dla omówionego wcześniej czynnika rynkowego beta.