

ani towary, takie jak ropa, pszenica czy miedź, w przypadku których wielu inwestorów podejmuje decyzje na podstawie czynników makroekonomicznych. Unikając tego typu transakcji, odzwierciedlamy praktyki większości inwestorów podążających za Grahamem i Doddem. Pominiemy również bardzo proste aspekty inwestowania, takie jak wybór bankowego konta oszczędnościowego i certyfikaty depozytowe, w przypadku których profesjonalny inwestor ma ograniczone możliwości wniesienia wartości dodanej. Wreszcie, nie będziemy omawiać inwestycji w przedmioty kolekcjonerskie lub skomplikowane instrumenty pochodne, w których specjalizacja jest niezbędna, a wymagana wiedza jest bardzo wąska, specyficzna i poza kręgiem zainteresowań większości inwestorów, niezależnie od tego, czy są wartościowe, czy inne. Skoncentrujemy się na papierach wartościowych emitowanych przez spółki, a przede wszystkim na akcjach, w przypadku których najważniejsze kwestie dotyczące wartości są związane z podstawami działalności bazowej. Benjamin Graham i David Dodd zaczęli właśnie w tym miejscu, a większość inwestorów w wartość poszła w ich ślady.

### Specjalizacja

Dobrze ugruntowaną zasadą inwestowania powtarzaną przez Grahama i Dodda jest pozostawanie w „kręgu kompetencji”. Żaden inwestor nie jest w stanie zrozumieć każdego biznesu i każdej branży. Warren Buffett często powtarzał, że nie rozumie firm technologicznych; kiedy zainwestował w Apple, była to spółka odnosząca ogromne sukcesy w branży dóbr konsumpcyjnych. Ponieważ znajdują się one poza jego „kręgiem kompetencji”, w inwestycjach, które chciałby zainicjować, mógłby objąć niewłaściwą rolę. Krąg kompetencji wyznacza obszary specjalizacji. Inwestorzy powinni zawsze pozostawać w kręgu i być świadomi, że nie opłaca się inwestować w branże znajdujące się poza kręgiem. Kluczowa różnica między ustanowieniem specjalizacji a określeniem kręgu kompetencji polega na tym, że specjalizacja działa od wewnątrz, zaczynając od konkretnej branży, obszaru geograficznego lub innego wąskiego obszaru zainteresowań. Przyswajając całą potrzebną wiedzę danego obszaru, inwestor może stopniowo rozszerzać wiedzę o kolejne obszary. Krąg kompetencji jest ogólnie opisywany od zewnątrz, zaczynając od pełnego zestawu możliwości inwestycyjnych i eliminując te, które wykraczają poza nasze

obecne zrozumienie. Formalnie oba zjawiska mogą współistnieć, szczególnie w przypadku doświadczonych inwestorów. Mimo to, szczególnie dla początkujących inwestorów, proces specjalizacji będzie prawdopodobnie najbardziej efektywnym sposobem definiowania i rozwijania obszarów przewagi inwestycyjnej. Dlatego w dalszej części książki skupimy się na rozwijaniu specjalizacji, a nie na bardziej tradycyjnych kręgach kompetencji.

Opis ten w rzeczywistości nie oddaje znaczenia specjalizacji. Wysoka produktywność fabryki szpilek dzięki podziałowi pracy, którą opisał Adam Smith, jest kamieniem węgielnym dobrobytu gospodarczego od ponad dwóch stuleci. Jednostki zwykle specjalizują się w zawodach takich jak prawo, medycyna, księgowość, dziennikarstwo, edukacja i prawie zawsze wybierają dodatkowo wąski obszar w ramach specjalizacji, który chcą zgłębiać, taki jak prawo patentowe, prawo pracy, prawo rodzinne i prawo karne dotyczące „białych kołnierzyków”. Chirurdzy nie leczą chorób zakaźnych, a kardiochirurdzy nie wymieniają bioder. Zarządzający zwykle spędzają większą część swojej kariery w jednej branży. Zawodowi sportowcy, którzy przodują w jednym sporcie, jak Michael Jordan w koszykówce, próbując innych dziedzin, zwyczajnie przegrywają. Spółki, które odnoszą sukcesy w określonych branżach, a czasem w określonych regionach, historycznie osiągały lepsze wyniki niż spółki, które próbują robić wiele rzeczy – konglomeraty – lub działają na skalę globalną. Walmart nie był w stanie przekuć swojego sukcesu na Amerykę Północną. Nawet w obliczu dobrze zdefiniowanego kręgu kompetencji inwestorzy na ogół radzili sobie lepiej, zaczynając od bardzo wąskiego zakresu rozwijanej wiedzy, stopniowo ją rozszerzając. Warren Buffett odniósł większy sukces, inwestując w ubezpieczenia, bankowość, stare media i konsumpcyjne dobra nietrwale niż jakąkolwiek inną branżę.

W branży inwestycyjnej najczęściej spotykaną metodą selekcji jest specjalizacja inwestorów w danej branży. Analitycy rynku zajmujący się zarówno kwestiami kupna, jak i sprzedaży są prawie zawsze specjalistami branżowymi. Zwykle obejmują branże, takie jak motoryzacja, bankowość, sprzedaż detaliczna lub programowanie w coraz bardziej globalnym wymiarze. Wyzwaniem zarówno dla inwestorów, jak i analityków jest to, że mogą istnieć długie okresy, podczas których dana branża jest w stagnacji i nie oferuje nic interesującego. Na szczęście realny krąg kompetencji może wykraczać poza pojedynczą branżę. Doświadczony inwestor lub analityk powinien być w stanie zachowywać biegłość w kilku z nich. Jednakże ci, którzy próbują zostać ekspertami w wielu branżach, nie osiągną

## 2. Poszukiwanie wartości: jak znaleźć się we właściwej roli

mistrzostwa w żadnej z nich, co stawia ich w niekorzystnej sytuacji, gdy handlują z inwestorami lepiej zorientowanymi w danej dziedzinie. Ten pogląd na specjalizację jest znacznie bardziej restrykcyjny niż to, co tradycyjnie uważa się za krąg kompetencji.

Kolejnym użytecznym aspektem selekcji jest specjalizacja geograficzna. Skupienie się na spółkach z danego regionu jest korzystne zwłaszcza dla tych, którzy inwestują w małe i średnie przedsiębiorstwa. Po pierwsze, w przypadku firm usługowych, które działają lokalnie, ukierunkowanie na region pozwala inwestorowi monitorować klientów, dostawców, konkurentów i lokalne społeczności biznesowe na poziomie, któremu nie mogą dorównać inwestorzy, którzy próbują swoich sił w przypadku transakcji z całego świata. Po drugie, lokalny charakter inwestycji ułatwia stały dostęp do zarządzania. Wizyty mogą być częstsze, a inwestor może lepiej przyglądać się działaniom danej spółki. W porównaniu do tych, którzy polegają na corocznych spotkaniach w odległej centrali spółki, inwestor zorientowany lokalnie jest znacznie lepiej poinformowany o aktualnym stanie rzeczy i lepiej potrafi ocenić, w jakim kierunku zmierza biznes. Po trzecie, wiele gospodarek regionalnych ma własne specjalizacje branżowe – sprzęt medyczny produkowany jest w Minnesocie, farmaceutyki w New Jersey, technologie informacyjne w Dolinie Krzemowej, biotechnologia w aglomeracji Bostonu – tak więc specjalizacje regionalne i branżowe mogą się nakładać. W przypadku mniejszych spółek z mniejszą liczbą analityków korzyści te mogą być szczególnie duże. Kiedy Warren Buffett kierował Buffett Partnership w latach pięćdziesiątych i sześćdziesiątych XX wieku, wiele z jego najbardziej udanych inwestycji dotyczyło spółek z siedzibą w Omaha i okolicach (często w branży ubezpieczeniowej lub obszarach pokrewnych), miejsca znanego jako centrum innowacji i możliwości inwestycyjnych.

Specjalizacja na poziomie wyboru papierów wartościowych nie musi kolidować z wartością dywersyfikacji na poziomie portfela. Zarządzający portfelem funduszu dywersyfikowanego może dowolnie łączyć aspekty propagowane przez danych analityków i wygenerować tym samym produkt, który łączy w sobie korzyści płynące ze szczegółowej wiedzy branżowej inwestora lub położenia geograficznego, a także posiada funkcje kontroli ryzyka, które towarzyszą dywersyfikacji. Na wyższym poziomie ogólne zasoby instytucji lub gospodarstwa domowego mogą być bardziej zróżnicowane w różnych klasach aktywów, a mimo to składać się z papierów wartościowych wybranych przez specjalistów działających w wąskich

kreęgach kompetencji. Chociaż osiągnięcie tego celu poprzez wybór odpowiednich zarządzających inwestycyjnych nie jest łatwym zadaniem, jest ono możliwe. Bezpośrednio zajmujemy się tym wyzwaniem, gdy będziemy omawiać zarządzanie ryzykiem w rozdziale 10. Większość zarządzających inwestycjami opiera się specjalizacji w sposób, który tu opisaliśmy, mimo że specjalizacja jest elementem strategii wyszukiwania, która najprawdopodobniej pozwoli inwestorowi znaleźć się w odpowiedniej roli.

## Korzyści płynące z wartości

W pierwszym rozdziale wspomnieliśmy o szeregu badań, w których zastosowano maszynowe podejście do doboru akcji, testując przy tym różne style inwestowania. Badania te wykorzystują jedną lub kilka zmiennych do uszeregowania spektrum akcji, pogrupowania uzyskiwanych pozycji w równej wielkości koszyki i porównania zwrotów z inwestycji między grupami (obecnie określanych jako portfele). Ogólnie rzecz biorąc, badania te jasno pokazują, że portfele akcji zajmujące wysokie pozycje pod względem wartości osiągały lepsze wyniki niż średnia rynkowa, a portfele wysoko oceniane pod względem bycia „glamour” okazywały się być drogie.

Kilka godnych uwagi przykładów zilustruje charakter tych badań. Jak wspomnieliśmy w rozdziale 1, w 1992 roku Eugene Fama i Kenneth French opublikowali przełomowy artykuł, którego celem było wzmocnienie hipotezy rynku efektywnego<sup>1</sup>. Wykorzystując dane dotyczące amerykańskich akcji zwykłych w latach 1963–1990, każdego roku dzielili akcje na 10 grup w oparciu o wartości księgowo w stosunku do wartości rynkowej od najniższych (akcje typu „glamour”) do najwyższych (akcje spółek). Posortowali również te same akcje na podstawie wielkości mierzonej za pomocą kapitalizacji rynkowej. Następnie przeanalizowali miesięczne wyniki każdego koszyka akcji w okresie od lipca 1963 do grudnia 1990. Średni miesięczny zwrot dla najwyższego decyla wartości księgowo w stosunku do wartości rynkowej wyniósł 1,63%; dla najniższej wartości wyniósł z kolei 0,64%. Decyl inwestycji w wartość przewyższał decyl inwestycji w akcje „glamour” o około 12% rocznie w całym okresie. Podobna, choć nieco mniejsza różnica zwrotu pojawiła się między małymi

<sup>1</sup> E.F. Fama, K.R. French (1992), *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, „Journal of Finance” 47 (2): 427–465.

## 2. Poszukiwanie wartości: jak znaleźć się we właściwej roli

50

i dużymi akcjami; zwrot najmniejszego koszyka wynosił średnio 1,77% miesięcznie w porównaniu do 0,95% dla największego. Połączenie tych 2 rodzajów akcji w celu utworzenia 100 koszyków uszeregowanych od największego i najdroższego do najmniejszego i najtańszego nasunęło podobne wnioski. Najmniejsze i najtańsze wygenerowały miesięczne zwroty na poziomie 1,92%; największy i najdroższy 0,89%.

Ich trud zaowocował dwoma najważniejszymi założeniami. Po pierwsze, trudno jest ulepszyć prostą strategię celującą w wartość, dodając dodatkowe zmienne. Najtańszy decyl wyprzedził najdroższy o 0,99% miesięcznie. Analizując wielkość, najmniejsza i najtańsza transakcja wyprodukowała bonus w wysokości 1,03% miesięcznie, nieistotny ekonomicznie zwrot w wysokości 0,04% oraz zwrot trudny do uchwycenia w praktyce ze względu na ograniczenia płynności narzucone przez akcje małych spółek. Po drugie, większość premii uzyskiwanych w drodze inwestowania w wartość jest skrajna. Przejście z trzeciego najtańszego decyla na pierwszy wygenerowało znacznie więcej zwrotu niż przejście z ósmego na szósty. Ten sam wzorzec dotyczył akcji „glamour”; przejście z trzeciego najdroższego decyla na szczyt przyniosło znacznie mniejszy zwrot niż przejście ze środkowego na trzeci. Szukanie akcji value i unikanie akcji, które wydają się nazbyt atrakcyjne, to najlepsza droga do znalezienia tanich inwestycji i ominięcia drogich.

Kolejny ważny artykuł, opublikowany w 1994 roku przez Josepha Lakonishoka, Andreia Shleifera i Roberta Vishny'ego, miał podobny wydźwięk do badań przeprowadzonych przez Fama i Frencha w nieco innych okolicznościach. Wykorzystano tu alternatywne miary wartości – stosunek zwrotów oraz przepływów pieniężnych do wyceny. Ich wnioski są jednak podobne: portfele o największej wartości generowały lepsze wyniki niż te najbardziej „glamour”, otrzymując około 9% większy zwrot w skali roku, niezależnie od zastosowanej miary wartości.

Dodając drugi wymiar do analizy, autorzy podzielili spektrum akcji na trzy grupy na podstawie stosunku wyceny do przepływów pieniężnych i trzy na podstawie wzrostu sprzedaży w ciągu ostatnich pięciu lat. Okazało się, że akcje niedowartościowane o najwolniejszym tempie dynamiki sprzedaży przynosiły średnio 21% zwrotu rocznie, podczas gdy akcje typu „glamour” o najwyższej dynamice sprzedaży przynosiły zwrot wynoszący 11%<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> J. Lakonishok, A. Shleifer, R.W. Vishnu (1994), *Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk*, „Journal of Finance” 49 (5): 1541–1578.

Trzecie kluczowe badanie opublikowane w 1989 roku przez Wenera De Bondta i Richarda Thalera dotyczyło wpływu wyników giełdowych na przyszłe zwroty. Na początku każdego roku aktualizowali swoje badania, biorąc pod uwagę całkowity indeks rynku w ciągu ostatnich 12 miesięcy. Koncentrowali się na dwóch koszykach, z których jeden zawierał akcje z najniższego decyla stóp zwrotu (najgorsze wyniki), a drugi akcje z najwyższego decyla (najlepsze). Następnie przeanalizowali różnicę między stopami zwrotu z obu portfeli w ciągu kolejnych 30 miesięcy. W całym tym okresie stopy zwrotu z obu portfeli były w przybliżeniu równe, chociaż w pierwszych 12 miesiącach podmioty osiągające lepsze wyniki w poprzednich okresach nadal przodowały (jest to powszechnie znany efekt „momentum”, o którym więcej poniżej). Następnie powtórzyli ten proces, biorąc pod uwagę okres 24 miesięcy. Najgorzej rokujące akcje w ciągu ostatnich dwóch lat przewyższyły akcje o wysokiej stopie zwrotu o około 12% w ciągu następnych 30 miesięcy. Na koniec utworzyli portfele z akcji, które radziły sobie najgorzej i najlepiej w ciągu ostatnich 36 miesięcy. Długoterminowe najgorsze akcje przyniosły zwrot średnio o 18% wyższy niż najlepsze akcje w ciągu kolejnych 30 miesięcy. Ponownie, im bardziej skrajny – w tym przypadku im dłuższy okres gorszych wyników – tym większa będzie przewaga w przyszłości<sup>3</sup>.

Obszerna grupa badań analizujących zwroty z akcji w Stanach Zjednoczonych i za granicą w dłuższych okresach potwierdza powyższą tezę<sup>4</sup>. Portfele nieatrakcyjnych, mało znaczących (małych) i nieefektywnych (np. o niskim wzroście) akcji wielokrotnie generowały wyższe zwroty zarówno niż zwroty całego rynku, a także, co bardziej uderzające, zwroty portfeli atrakcyjnych, wysoce dochodowych, dobrze znanych (dużych) i efektywnych (np. szybko rosnących) akcji. Ich niskie ceny zawiązką rekompensowały ich nieatrakcyjność. Co więcej, jak pokazują badania, zwłaszcza te przeprowadzone przez De Bondta i Thalera, to właśnie wyjątkowo nieatrakcyjne portfele – trzy lata rozczarowujących zwrotów – generują

<sup>3</sup> F. Werner, M. De Bondt, R.H. Thaler (1989), *Anomalies: A Mean-Reverting Walk Down Wall Street*, „Journal of Economic Perspectives” 3 (1): 189–202.

<sup>4</sup> Literatura jest obszerna i powiększa się z każdym miesiącem, jeśli nie z każdym dniem. Wspomnieliśmy dwóch studentów Famy, Clifforda Asnessa i Wesleya Graya, którzy prowadzą strony internetowe ukazujące zarówno bieżącą pracę ich spółek, jak i, w przypadku Graya, pracę innych osób. Informacje o spółce Asness można znaleźć na stronie <https://www.aqr.com/>; publikacje Graya są dostępne pod tym adresem <https://alphaarchitect.com>. Najtrafniejszym artykułem zdaje się być: C. Asness, T. Moskowitz, L. Pedersen (2013), *Alue and Momentum Everywhere*, „Journal of Finance” 48 (3).

## 2. Poszukiwanie wartości: jak znaleźć się we właściwej roli

52

najlepsze wyniki. Przyszłe zwroty z portfeli utworzonych na podstawie wskaźników wykazujących wartość rynkową w porównaniu do wartości księgowej stale rosną wraz ze stopniem taniości. W przypadku koszyka akcji o najtańszym decylnie dwie trzecie spółek ogłasza upadłość. Te, które przetrwają, radzą sobie tak dobrze w porównaniu z ich bardzo niskimi wycenami początkowymi, że najmniej atrakcyjne portfele osiągają najlepsze wyniki spośród wszystkich.

Oprócz podstawowych miar wartości/atrakcyjności przeanalizowano inne zmienne, aby ocenić ich wpływ na wyniki portfela. Wytypowano trzy rodzaje czynników: (1) fundamentalne; (2) techniczne; (3) połączenie obu tych cech, które badają stosunek wyceny rynkowej do podstawowych czynników, takich jak wycena vs. wartość księgowa lub wycena vs. zysk. Te, które wykorzystują tylko czynniki fundamentalne, odnoszą się tylko do wyników biznesowych firmy, a nie do związku między tymi wynikami a wyceną akcji. W badaniach uporządkowano akcje na podstawie zwrotów z kapitału własnego lub całkowitego zainwestowanego kapitału, wzrostu zysku na akcję, wzrostu aktywów – w przeciwieństwie do wzrostu sprzedaży – oraz różnych miar marży zysku. Spółki zajmujące wysokie pozycje to odnoszące sukcesy spółki, których akcje są z natury atrakcyjne dla inwestorów. Jednakże, jak wykazały badania, które omówiliśmy powyżej, często zdarza się, że spółki, które uzyskały najniższą pozycję – niskie zwroty z kapitału lub niewielkie marże zysku – mają tendencję do generowania najwyższych zwrotów rynkowych<sup>5</sup>.

W najgorszym przypadku badania te wykazały niewielki lub żaden pozytywny związek między przyszłymi stopami zwrotu a jakością bieżących wyników spółki. Wymowne sformułowanie Michelle Clayman „w poszukiwaniu kłęski” lepiej oddaje charakter przeprowadzania inwestycji niż fraza „w poszukiwaniu doskonałości”<sup>6</sup>. Jako poparcie tych słów właściwy jest przykład przedstawiony w znanej i podziwianej książce Jima Collinsa „Good to Great” (tłum. „Od dobrego do wielkiego”)<sup>7</sup>. Collins wybrał 11 spółek, które z przeciętnych przekształciły się w bardzo dobrze

<sup>5</sup> W przypadku podwójnego sortowania – na przykład sortowania według zwrotu z kapitału i według wartości rynkowej do wartości księgowej – miary jakości biznesowej mają tendencję do dodawania do zwrotów tylko wśród średnich akcji według wartości. W przypadku akcji o skrajnie niskiej wartości – naprawdę tanich – pomiary jakości w najlepszym razie nie dodają nic do zysków.

<sup>6</sup> M. Clayman (1987), *In Search of Excellence: The Investor's Viewpoint*, „Financial Analysts Journal” 43 (3).

<sup>7</sup> J. Collins (2001), *Good to Great: Why Some Companies Make the Leap ... and Others Don't*, New York: HarperCollins, 2001.

prosperujące. Wyselekcjonował je na podstawie korzystnych wyników giełdowych w ciągu ostatnich 15 lat. On i jego zespół badawczy zidentyfikowali cechy wspólne, które odróżniają spółki z potencjałem od reszty. Książka ukazała się w 2001 roku. W ciągu następnych kilku lat dwóm „wielkim” firmom, Circuit City i Fannie Mae, udało się zbankrutować; w przypadku Fannie Mae w spektakularny sposób. Dla nich, od dobrego do wielkiego zmieniło się w od dobrego do wielkiego, po klęskę<sup>8</sup>.

Drugi rodzaj badań analizuje indeksy rynkowe i wolumen obrotu bez odniesienia do jakichkolwiek fundamentalnych danych – wyszukuje wzorców, takich jak te w artykule De Bondta i Thaler. Jest to inwestowanie z wykorzystaniem analizy technicznej, najczęściej skoncentrowane na dynamice cen. Często używaną miarą jest siła względna, która staje się po prostu wyceną akcji w stosunku do wszystkich innych akcji w puli. W przypadku portfela akcji z najlepszymi wynikami z zeszłego roku wiadomo, że jej inwestorzy nadal będą się wyróżniać, a transakcja się opłacała. Przez 40 lat, od 1979 do 2018 r., portfel, który w przypadku pozycji długiej wyróżniał się najlepszymi 30% inwestycjami z poprzedniego roku, a w przypadku pozycji krótkiej najgorszymi 30%, zwracał 4,2% rocznie. Po wyjściu z kryzysu, czyli od 2009 r., kiedy wzrosty z hossy przeczyły tradycyjnym miarom wartości, wykorzystywanie strategii momentum przyniosło zwrot w wysokości 2,8% rocznie<sup>9</sup>.

Dynamika sprzedaży (ang. *momentum*) jest zmienna. Portfele Frencha są rebalansowane co miesiąc. Według De Bondta i Thaler, kiedy akcje są selekcjonowane na podstawie zmian cen w ciągu trzech poprzednich lat, a nie tylko w zeszłym roku, wyniki są zaskakujące – te najgorsze radzą sobie lepiej. Ci zajmujący wysokie pozycje są zastępowani tymi z końca. Jesteśmy świadkami zjawiska tak często spotykanego w przyrodzie i kulturze – tzw. *mean reversion* (tłum. powrotu do przeciętności). Dzieci wysokich rodziców z reguły nie przewyższają swoich rodziców wzrostem; gdyby tak było, NBA nie wypłacałoby takich wynagrodzeń. A gdyby liderzy na giełdzie nieprzerwanie osiąkali najlepsze wyniki, ich kapitalizacja rynkowa wzrosłaby do niebotycznych rozmiarów, nie

<sup>8</sup> Pozostałych dziewięciu radziło sobie słabo na giełdzie do 2010 roku. Jako grupa notowali ujemne zwroty. <https://memnorthwestern.wordpress.com/2013/01/02/not-so-good-to-Great-companies-and-a-heuristic-thinking-strategy/>

<sup>9</sup> Dane zebrane na podstawie wskaźnika momentum na stronie internetowej Kennetha Frencha. Należy zauważyć, że portfele typu long-short skonstruowane w ten sposób są „zerowe”, co oznacza, że trzeba w nie zainwestować minimalną ilość pieniędzy, a zwrot z inwestycji jest astronomicznie wysoki – pod warunkiem, że nie zbankrutujesz.



## 2. Poszukiwanie wartości: jak znaleźć się we właściwej roli

zważając na fundamentalną wartość, która mogłaby wspierać cenę akcji. W świecie inwestycji zdarzają się manie; zawsze prowadzą do załamania.

Trzeci rodzaj badań wykorzystuje zarówno zmienne finansowe, jak i cenowe, bada związek wyceny akcji z niektórymi podstawowymi informacjami o spółce: wyceny akcji z zyskami, wyceny akcji z przepływami pieniężnymi, wyceny akcji z wartością księgową, wyceny akcji z dynamiką sprzedaży, wyceny akcji z dywidendą itp. Artykuł Fama i Frencha jest utrzymany właśnie w tym duchu, podobnie jak artykuł Lakonishoka i omówionych powyżej współautorów. We wszystkich tych badaniach akcje niedowartościowane, z niskimi wycenami akcji w stosunku do każdej z tych pozostałych zmiennych, osiągały lepsze wyniki niż akcje typu „glamour”. Proporcje te stawiają niejednokrotnie inwestowanie w innym świetle, pokazując, ile inwestorzy są skłonni zapłacić za przyszły sukces spółki, nieważne czy oceniany na podstawie dochodów, przepływów pieniężnych, dynamiki sprzedaży, aktywów netto czy dywidend. Im mniej inwestorzy chcą zapłacić, tym lepsze perspektywy mają akcje, a nawet nie sama spółka.

Ogólnie dane statystyczne, zarówno dla Stanów Zjednoczonych, jak i innych rynków, są jednogłośne. Akcje, które są nieatrakcyjne i nieefektywne, a przez to tanie, były historycznie najlepszym sposobem kupowania akcji, w przypadku których prawdopodobnie znajdziesz się we właściwej roli w ramach danej transakcji. Są to akcje, które osiągnęły lepsze wyniki niż cały rynek. Im mniej atrakcyjne i mniej znaczące, a zatem zwykle tańsze akcje, tym większy zwrot. W każdym razie jest to zapis historyczny, szczególnie, na podstawie których wyciągnięto odpowiednie wnioski, w dużej mierze są dostępne dzięki wielu artykułom, również tym, które cytowaliśmy. Pytanie tylko, czy ta sytuacja się utrzyma.

Odpowiedź może brzmieć „tak”, ponieważ premia uzyskana za inwestycje w wartość, zwrot z przewagi wartości w stosunku do zasobów typu „glamour”, który został po raz pierwszy zidentyfikowany przez Benjamina Grahama w latach 30. i bacznie analizowany aż do roku 1970, nie stracił na wartości. Jednak kluczowe jest zrozumienie, dlaczego strategie poszukiwania wartości działały tak dobrze w przeszłości i czy działające na nie siły będą nadal dominować<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> W 2020 r. premia za wartość zniknęła zasadniczo od początku obecnej hossy w 2009 r., a zwłaszcza w 2016 r. W poprzednich latach wartość podążała za „atrakcyjnością” (ang. *glamour*) i rynkiem. Jeśli powrót do średniej przestanie działać, świat ekonomiczny przyszłości będzie zupełnie innym miejscem niż dotychczas.