

MALGORZATA TARCZYŃSKA-LUNIEWSKA

INWESTOWANIE W WARTOŚĆ CZY WE WZROST – ASPEKTY TEORETYCZNE

Słowa kluczowe: analiza fundamentalna, strategie inwestowania, inwestowanie długoterminowe, inwestowanie w wartość, inwestowanie we wzrost, selekcja akcji, zarządzanie ryzykiem, dywersyfikacja ryzyka

Keywords: fundamental analysis, long term investment, investment strategies, investment in value, investment in growth security selection, risk management, risk diversification

Klasyfikacja JEL: G11, G32, C 38

Wprowadzenie

Immamentną cechą gospodarki rynkowej jest proces inwestowania, bez którego nie jest możliwy rozwój społeczno-gospodarczy. Proces ten należy rozumieć w szerokim kontekście. Nie jest to już tylko sposób pomnażania kapitału, ale sztuka umiejętnego posługiwania się wiedzą, dostępnymi narzędziami, metodami oraz informacjami w celach inwestycyjnych. Całość działań dokonywanych przez inwestora (inwestorów) zmierza do ograniczania ryzyka inwestycji i uzyskiwania z nich maksymalnych korzyści. Należy przy tym zaznaczyć, że proces inwestowania jest niejednoznaczny i odbywa się na różnych płaszczyznach rynku i gospodarki, w różnych formach i przy wykorzystaniu różnych procedur. Taki stan rzeczy jest wynikiem nakładania się wielu czynników – m.in¹:

- miejsca – w tym zakresie można mówić o rodzaju rynku, na którym odbywa się proces inwestowania, np. rynek bankowy, kapitałowy, nieruchomości²,
- czasu – czy inwestowanie przebiegać ma krótko-, średnio-, czy długoterminowo, co, jak się okaże w dalszej części artykułu, w przypadku rynku kapitałowego związane jest z wyborem odpowiedniej grupy metod inwestowania,

¹ M. Tarczyńska-Luniewska: *Strategia inwestowania w fundamenty – aspekty teoretyczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 586, Szczecin 2010, s. 147–154.

² W zakresie kategorii rynków należy zwrócić uwagę na podział rynków, a co się z tym wiąże, formy inwestowania, uczestników danego rynku czy aktywa rzeczowe/finansowe lub inne produkty, mogące stać się podstawą inwestowania.

- przedmiotu inwestowania – co wiąże się często z kategorią rynku, na jakim dokonywany jest proces inwestowania, a dotyczy tego w „co” inwestujemy: instrumenty finansowe (np. akcje, obligacje, instrumenty pochodne i in.) lub rzeczowe (np. nieruchomości, kruszce),
- podmiotów inwestujących na danym rynku – można tu mówić o inwestorach indywidualnych i instytucjonalnych, stosujących odpowiednie metody inwestowania, zgodnie z oczekiwaniami własnymi lub osób trzecich, które reprezentują posiadaną przez nich wiedzę w zakresie inwestowania, dostępnością narzędzi wspomagających ten proces oraz oczywiście wielkością kapitału przeznaczanego do inwestowania,
- poziomu wolnego kapitału, który może być zaangażowany w procesie inwestowania – czynnik ten wiąże się z ww. elementami, a często, jeśli nie przede wszystkim, właśnie jego poziom determinuje inwestorów do podjęcia działań związanych z inwestowaniem.

W ramach rynku kapitałowego, w tym giełdy, inwestowanie jest możliwe przy wykorzystaniu jednej z trzech metod analiz³:

1. Metody analizy technicznej – to grupa metod inwestowania średnio- i krótkookresowego. Podstawą analizy jest kurs instrumentu finansowego, a celem prognozowanie jego punktów zwrotnych z wykorzystaniem określonych technik inwestowania (np. analiza trendów, średnich ruchomych, wskaźników technicznych). Analiza ta dotyczy pojedynczych instrumentów finansowych.
2. Metody analizy fundamentalnej – to grupa metod, których celem jest wyznaczenie wewnętrznej wartości akcji. Wyznaczona wartość wewnętrzna zostaje porównana z wartością rynkową i na tej podstawie inwestor określa przewartościowanie lub niedowartościowanie papieru wartościowego w relacji do rynku. 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 – dokonuje się konstrukcji portfela papierów wartościowych. 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.

We wszystkich metodach inwestowania, inwestor stara się podejmować takie działania, aby osiągnąć zmierzony cel. W zasadzie można powiedzieć, że inwestor chce maksymalizować korzyści i minimalizować straty. Całość jego zachowań rynkowych w tym ujęciu skupia się na dwóch parametrach: stopie zwrotu i ryzyku.

³ Więcej na ten temat np. w: J.C. Richie: *Analiza fundamentalna*, WIG-Press, Warszawa 1997; W. Tarczyński: *Rynki kapitałowe, metody ilościowe*, vol. 1 i 2, Placet, Warszawa 1997.

Strategie inwestowania

Inwestowanie jest procesem złożonym i niejednoznacznym, niezależnie od przyjętej metody inwestowania, stąd też inwestor w ramach własnych oczekiwań i oceny rynku, a także posiadanego aparatu narzędziowego (m.in. wiedzy, kapitału) będzie postępował tak, aby cel ten osiągnąć. W zasadzie metody inwestowania same w sobie nie są już „czyste” w praktycznym ujęciu. Informacje o spółce, jej poczynaniach rynkowych, przyjętych strategiach, konkurencji, sposobie zarządzania są niezmiernie istotne zarówno w inwestowaniu krótko-, jak i długoterminowym. Informacje w ramach metod przenikają się i uzupełniają. Inwestor, nawet jeśli podejmuje decyzje długookresowe w ramach analizy fundamentalnej, często wspomaga się informacjami płynącymi z analizy technicznej. Oczywiście, każda z metod inwestowania ma określone ramy, które wynikają z istoty samej metody, ale to inwestor podejmuje decyzje, jak będzie postępował, które informacje i w jaki sposób będzie wykorzystywał. To poszukiwanie najkorzystniejszych technik inwestycyjnych, łączenie informacji i ich przenikanie w ramach metod i rynków powoduje, że inwestor czasami świadomie, a czasami nieświadomie buduje pewien schemat postępowania, określając w ten sposób strategię inwestycyjną. Strategia inwestowania (inwestycyjna) jest zatem pewnym, uwzględniającym określony z góry typ informacji, przyjętym sposobem działania inwestora w celu osiągnięcia korzyści inwestycyjnych. Definicja strategii inwestowania jest na tyle uniwersalna, że może być przyporządkowana dla każdej z wymienionych metod analiz stosowanych w ramach rynku kapitałowego (analizy technicznej, fundamentalnej, portfelowej lub ich kombinacji). Uwzględniając ramy czasowe dla każdej z metod analiz i powiązanie tego elementu z założonym schematem działania inwestycyjnego powoduje podział na strategii na:

- strategie krótkoterminowe,
- strategie średnioterminowe,
- strategie długoterminowe.

W zasadzie przyjęcie kryterium czasu sprawia, że inwestorzy mogą budować i konstruować strategie w ramach istniejących metod inwestowania. Wybór strategii, a właściwie jej konstruowanie, wymaga określenia przez inwestora pewnych parametrów i wytycznych, dzięki którym strategia może być realizowana. W tym zakresie nie ma jednak jednoznaczności, co wynika m.in.:

- z awersji inwestora do ryzyka,
- z „wiary” i zaufania w wybrane informacje, które stanowią podstawę dla realizacji strategii i określają jej ramy (są to czynniki ilościowe i jakościowe, które podlegają analizie i są właściwe dla wybranej grupy metod analiz rynku kapitałowego, gdzie strategia ma być realizowana),
- ze stanu posiadanej przez inwestora wiedzy z zakresu rynku kapitałowego, w tym znajomości metod analiz (technicznej, fundamentalnej, portfelowej),

- ze znajomości rynków, w tym notowanych instrumentów finansowych oraz ich dostępności tak, aby określona strategia inwestowania mogła być realizowana,
- z umiejętności zastosowania różnych procedur analitycznych, np. metod statystycznych, co ma ułatwić analizę, diagnozę i prognozę w ramach procesu inwestowania oraz wpływać na budowanie konstruktywnych wniosków umożliwiających realizację i powodzenie strategii inwestowania,
- kwestii związanych z aktywnym procesem zarządzania ryzykiem inwestowania.

Z uwagi na obszerność problematyki strategii inwestowania, w opracowaniu omówione zostaną dwie wybrane strategie inwestowania należące do grupy strategii długoterminowych, dla których podstawowym źródłem informacji są metody analizy fundamentalnej. Są to: strategia inwestowania w wartość i strategia inwestowania we wzrost⁴. Strategie te są konstruowane z wykorzystaniem odpowiednich informacji z analizy fundamentalnej. **Strategia inwestowania w wartość** to inwestowanie przede wszystkim w akcje niedowartościowane. **Strategia inwestowania we wzrost** odnosi się natomiast do inwestowania w spółki charakteryzujące się dużym potencjałem i dynamiką wzrostu.

Przedmiotowe strategie, jak wynika z ich definicji, są różne i obejmują różne typy informacji, ale występują między nimi pewne podobieństwa:

- są strategiami długoterminowymi, realizowanymi w ramach metod analizy fundamentalnej,
- w obu strategiach dodatkowym, ale również kluczowym elementem, jest kondycja ekonomiczno-finansowa spółek, przy czym muszą to być spółki mające dobre i silne podstawy fundamentalne,
- z uwagi na typ i zakres informacji stanowiących podstawy obu strategii, wzrasta prawdopodobieństwo osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków, przy czym proces ten jest długoterminowy (w krótkim okresie, np. do roku, korzyści z zastosowania strategii inwestowania w wartość lub we wzrost mogą nie być widoczne lub mogą w ogóle nie zachodzić),
- z uwagi na typ i zakres informacji stanowiących podstawy obu strategii, ograniczone zostaje ryzyko inwestowania.

Pojawiające się natomiast różnice między strategiami są konsekwencją uwzględniania w każdej z nich pewnego typu informacji. Co sprawia, że strategie te kładą nacisk na wybrane czynniki (informacje) właściwe i zgodne z przyjętymi wytycznymi realizowanymi w ramach przyjętej strategii.

Dla strategii inwestowania w wartość główną przesłanką jest inwestowanie w spółki niedowartościowane, co jest nazywane „kupowaniem na promocji”, gdzie kluczowym staje się wybór spółek z poziomem wskaźnika P/BV = 0,66. Jednak tak określony poziom

⁴ Szeroko strategie te omówione są np. w: B. Graham, D. Dodd: *Security Analysis*, (fifth edition), McGraw-Hill, New York, Toronto, London 2005; Ch.H. Browne: *Mala książeczka o inwestowaniu w wartość*, MT Biznes, Warszawa 2007; L. Navellier: *Mala książeczka o inwestowaniu w akcje wzrostowe*, MT Biznes, Warszawa 2008; G. Arnold: *Inwestowanie w wartość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.

wskaźnika nie przesądza o powodzeniu strategii. Dodatkowo, inwestor powinien zwrócić uwagę na inne informacje fundamentalne. Kluczowa staje się analiza czynników ekonomiczno-finansowych spółki, wskazująca „prawdziwą” jej wartość, jej dobrą kondycję, siłę fundamentalną oraz perspektywy wzrostu jej wartości w czasie. Konsekwencją ma być wzrost stopy zwrotu w czasie i ograniczenie ryzyka inwestowania przy inwestowaniu w pojedyncze papiery wartościowe, jak i portfele papierów wartościowych skonstruowane na tej podstawie. Akcje (spółki) charakteryzujące się takimi parametrami są bezpieczne w sensie długoterminowym. W przypadku wykorzystania strategii w ramach analizy portfelowej dla selekcji spółek pod kątem budowy portfela, wzrost stopy zwrotu z portfela papierów podyktowany jest korzyściami płynącymi z zastosowania właśnie tej strategii. Przesłanki strategii inwestowania w wartość można ująć następująco:

- kupowanie akcji z „marżą bezpieczeństwa”, czyli za 2/3 wartości, zwrócenie uwagi na cenę rynkową: czy akcje są tanie, czy drogie, co odnosi się do inwestowania w spółki bez prognozy rynku,
- kupowanie akcji na rynku „niedźwiedzia”, spadkowym, najczęściej związane jest to z wyszukiwaniem tzw. „okazji” i kupowaniem akcji dobrych spółek z korzystną perspektywą rozwoju, co ma skutkować w czasie wzrostem ich ceny, której pochodną jest stopa zwrotu, a które aktualnie zostały niedocenione, niedoszacowane, niedowartościowane przez rynek,
- uwzględnienie czynników fundamentalnych, związanych z analizą ekonomiczno-finansową, w tym analizą sprawozdań finansowych, w ramach przyjętych wytycznych oraz uwzględnienie czynników jakościowych związanych ze strategią realizowaną przez spółkę.

W ramach strategii należy przeprowadzić analizę dynamiki zmian wielkości ekonomiczno-finansowych. W ten sposób zwrócona zostaje uwaga na stabilność i ciągłość kondycji ekonomiczno-finansowej, będącej podstawą dla budowania wartości spółki w czasie. Ważna jest również:

- analiza zadłużenia, Graham⁵ preferował np. niskie zadłużenie w relacji do kapitałów własnych firmy (co nazywał „poduszką amortyzacyjną” w sytuacjach dekonstrukcji),
- analiza wskaźnika P/E lub jego odwrotności, jako miary rentowności akcji: im niższe P/E, tym wyższa rentowność, w takiej sytuacji mamy do czynienia z „tanim” zyskiem,
- analiza dochodowości spółki i zysku: „dobry” zysk, zysk operacyjny, EBITA i/lub cash flow oraz analiza przychodów i kosztów bezpośrednich – analiza rachunku zysków i strat.

⁵ W obszerny sposób taki sposób inwestowania został omówiony w: B. Graham, D. Dodd: *op.cit.*, w zasadzie to właśnie Grahama uznaje się za twórcę i prekursora tego stylu inwestowania.

Przy strategii inwestowania w wartość występują preferencje:

dobra kondycja + zadowalające przychody + umiarkowane koszty.

Strategia nie jest bez wad i przy jej stosowaniu mogą pojawić się problemy z czynnikami fundamentalnymi, stanowiącymi podstawy dla realizacji strategii. Można w tym obszarze wskazać m.in. problemy z:

- korektą wartości księgowej (BV) – czy wartość ta faktycznie odzwierciedla wartość firmy i jest wartością „prawdziwą” i „rzetelną”, istotny staje się problem przeszacowania wartości księgowej,
- istnieniem norm ogólnych dla wybranych wskaźników ekonomiczno-finansowych i/lub rynkowych, co ułatwia proces analiz i diagnoz w zakresie kondycji ekonomiczno-finansowej podmiotu i określania jego siły fundamentalnej – w sytuacjach braku norm ogólnych możliwe jest wykorzystanie norm sektorowych lub norm ustalonych w inny sposób,
- wyborem właściwych mierników oceny kondycji firmy – jest to bardzo duży problem, z uwagi na szeroką gamę mierników i wskaźników służących do oceny kondycji ekonomiczno-finansowej spółki. Inwestor musi zdecydować i wskazać określoną grupę lub rodzaj mierników umożliwiający analizę i ocenę kondycji firmy, przy czym nie ma w tym zakresie jednoznaczności.

W strategii inwestowania we wzrost natomiast, podstawą jest inwestowanie w spółki o dużej dynamice wzrostu, są to tzw. spółki „lokomotywy”. Inwestor poszukuje takich spółek przez analizę czynników umożliwiających określenie ich potencjału wzrostowego. Analiza wybranych czynników ekonomiczno-finansowych spółki ma wskazać perspektywę jej wzrostu w czasie, co w konsekwencji wpłynie na wzrost stopy zwrotu pojedynczych akcji, jak i portfeli zbudowanych na tej podstawie.

Czynniki wzrostu obejmują przede wszystkim analizę zysku, w tym:

- dobre oceny zysku netto a zysk faktyczny – co odnosi się do prognoz analityków giełdowych w zakresie zysku,
- pozytywną ocenę dynamiki i tempa wzrostu zysku – w tym analiza wskaźnika Z/a ,
- rosnącą stopę zysku operacyjnego.

Należy zwrócić również uwagę na:

- mierniki określające wzrost sprzedaży, gdzie szczególne znaczenie ma dynamika zmian przychodów ze sprzedaży oraz zwrócenie uwagi na koszty sprzedaży i ich proporcję względem przychodów,
- wskaźniki rentowności,
- wolne środki pieniężne, co obejmuje analizę przychodów i wydatków.

Przy czym czynnikom tym przypisywane są wagi, w zależności od ich ważności w danym okresie podejmowania decyzji na rynku.

Strategia inwestowania w spółki wzrostowe umożliwia znalezienie spółek o dużym potencjale wzrostu. Wykorzystuje w tym celu przede wszystkim informacje związane ze spółką, a inwestowanie może odbywać się w „każdym” rynku – kluczowy jest potencjał spółki.

Przy stosowaniu strategii mogą pojawić się również problemy związane z:

- obiektywizmem oceny zysków i ich prognoz przez analityków giełdowych – należy uważać na możliwość spekulacji w tym zakresie czy trafność prognoz,
- niejednoznacznością systemu wag i ich zmian, co może budzić problemy przy ich ustalaniu oraz weryfikacji poprawności przyjętego systemu wagowego,
- oceną dynamiki i tempa zmian w czasie wybranych mierników ekonomiczno-financeowych i/lub rynkowych, umożliwiających ocenę potencjału wzrostu,
- wyborem właściwych mierników oceny wzrostu spółki – z uwagi na dużą liczbę mierników, ich wybór nie jest jednoznaczny i może być trudny.

Podsumowanie

Strategie inwestowania w wartość i we wzrost przyporządkowane do analizy fundamentalnej nie są sztywno określone i dają inwestorowi pewną dowolność co do wyboru mierników oceny spółki. Ważne w obu przypadkach jest natomiast to, że dają użytkownikowi wytyczne, które obszary lub które mierniki powinien wziąć pod uwagę, by mógł realizować daną strategię. Ponadto, strategie i podejście do ich stosowania należy uznać za płynne i zmienne w czasie, na co wpływ mają czynniki i elementy związane z ewolucją zachodzącą w ramach rynku kapitałowego. Ważnym i pozytywnym aspektem jest to, że strategie inwestowania w wartość i we wzrost mogą być wykorzystywane w inwestowaniu indywidualnym (w pojedyncze papiery wartościowe), jak również portfelowym (w portfele papierów wartościowych). W pierwszym przypadku strategia bazuje na zasadach zgodnych z przesłankami analizy fundamentalnej. W drugim przypadku strategia służy dokonywaniu procesu doboru – wyboru spółek pod kątem budowy portfela papierów wartościowych. W tym kontekście zasady selekcji spółek do portfela są zgodne lub zbieżne z dywersyfikacją poziomą i pionową ryzyka.

Literatura

- Browne Ch.H.: *Mala książeczka o inwestowaniu w wartość*, MT Biznes, Warszawa 2007.
- Arnold G.: *Inwestowanie w wartość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Graham B., Dodd D.: *Security Analysis*, (fifth edition), McGraw-Hill, New York, Toronto, London 2005.
- Navellier L.: *Mala książeczka o inwestowaniu w akcje wzrostowe*, MT Biznes, Warszawa 2008.
- Richie J.C.: *Analiza fundamentalna*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Tarczyński W.: *Rynki kapitałowe, metody ilościowe*, vol. 1 i 2, Placet, Warszawa 1997.

Tarczyńska-Luniewska M.: *Strategia inwestowania w fundamenty – aspekty teoretyczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 586, Szczecin 2010.

*dr Małgorzata Tarczyńska-Luniewska
Uniwersytet Szczeciński
Katedra Ekonometrii i Statystyki*

Streszczenie

Proces inwestowania może być prowadzony z wykorzystaniem trzech rodzajów metod analiz: technicznej, fundamentalnej i portfelowej. To inwestor decyduje, który sposób inwestowania przyjąć. Bardzo często ustala krok po kroku, co należy zrobić i jaki rodzaj informacji wykorzystać, aby osiągnąć korzyści inwestycyjne i/lub ograniczyć ryzyko. Określony sposób postępowania prowadzi do budowy strategii inwestycyjnych. W inwestowaniu długoterminowym możliwe jest zastosowanie określonych typów strategii inwestowania, np. inwestowania w wartość czy we wzrost. Strategie te są budowane z wykorzystaniem wybranych informacji pochodzących z analizy fundamentalnej. W artykule zostały omówione dwa typy strategii inwestowania: w wartość i we wzrost, przy czym wskazano ich podobieństwa i różnice.

INVESTMENT IN VALUE OR GROWTH – THEORETICAL ASPECTS

Summary

An investment process can be conducted using three kinds of methods of analysis: technical, fundamental and portfolio. The investor decides which way to invest. He very often determines step by step what needs to be done and what type of information needs to be used to achieve investment benefits and/or reduce the risk. The specified procedure leads to the construction of investment strategies. In long term investment, it is possible to use certain types of investment strategies, for example: investing for value or for growth. These strategies are built using selected information from fundamental analysis. Two types of investment strategies – value and growth – have been presented in the article, with their similarities and differences pointed out.