

Profesjonalne strategie inwestycyjne dla każdego

Czy inwestor indywidualny, mając niekompletną wiedzę na temat inwestowania oraz ograniczona ilość czasu na wnikliwą analizę, jest skazany jedynie na czystą spekulację w oparciu o subiektywne opinie? **Niekoniecznie.** W świecie profesjonalnego zarządzania powstało wiele prostych do zastosowania strategii, które zdobyły swą popularność, a ich skuteczność potwierdziło wiele badań naukowych. Dlaczego nie wykorzystać doświadczeń i metod profesjonalnych menedżerów przy zarządzaniu własnym portfelem? Jeśli chciałbyś, aby Twoje inwestycje oparte były na stosowanych i sprawdzonych w branży inwestycyjnej rozwiązaniach ten artykuł jest właśnie dla Ciebie.

W pierwszej części materiału koncentrujemy się na strategiach aktywnego zarządzania. Wymieniamy największe anomalie negujące efektywność rynku oraz wskazujemy w jaki sposób można wykorzystać niedoskonałości rynku dla poprawy skuteczności własnych inwestycji. Druga część artykułu ma przybliżyć inwestorowi strategie inwestycyjne oparte na analizie fundamentalnej. Nawiązujemy w niej do bardzo popularnej klasyfikacji wyboru inwestycji na podejście typu *Top-down* oraz *Bottom-Up*, a w ramach dwóch alternatywnych podejść poruszamy kwestie cykliczności spółek oraz inwestowania we wzrost bądź w wartość firmy.

Celem aktywnego zarządzania jest uzyskanie takiej stopy zwrotu po odjęciu kosztów transakcyjnych, która przekracza stopę zwrotu uzyskaną przez rynek, często mierzoną jako stopa zwrotu z indeksu giełdowego. Portfel, do którego menedżer porównuje uzyskane przez siebie wyniki jest często nazywany z angielskiego *benchmarkiem*. Przy wyborze odpowiedniego benchmarku zarządzający kieruje się tym, aby jak najlepiej odwzorowywał on cele inwestycyjne określone przez oczekiwany zwrot oraz ryzyko. Podstawą aktywnego zarządzania jest niejako ciągle „zakładanie się” z rynkiem szukając różnych przejawów braku jego efektywności. „Zakłady” te można pogrupować w kategorie oparte na: na anomaliach rynkowych i atrybutach danych papierów oraz analizie fundamentalnej.

Strategie oparte na anomaliach i atrybutach akcji

Podstawą przekonania o skuteczności strategii opartych na anomaliach jest zdanie, że praktyka inwestycyjna ciągle znajduje wiele dowodów przeciwko hipotezie o efektywności rynku kapitałowego, ponieważ nawet na dojrzałych rynkach kapitałowych ceny papierów wartościowych nie odzwierciedlają wszystkich publicznych informacji. Dlatego też, badania i analizy w tej dziedzinie próbują dokonać weryfikacji, czy menedżer wykorzystując publicznie dostępne dane może znaleźć taki zestaw filtrów, dzięki którym będzie mógł przewidzieć, które akcje mogą dać ponadprzeciętne zyski. GPW jest giełdą o niskim stopniu dojrzałości, dlatego opisywane niżej strategie wykorzystując jej niedostateczną efektywność mogą odnieść nawet lepsze rezultaty niż te osiągnięte na najbardziej dojrzałych rynkach na świecie.

Odchylenie od oczekiwanych wyników kwartalnych

Badania empiryczne wykazały, że sama zmiana w kwartalnych wynikach często nie jest aż tak istotna. Ważniejsze są średnie oczekiwania rynku co do tej zmiany i różnica pomiędzy faktycznymi rezultatami, a rynkowym konsensusem. Od tego jak bardzo rzeczywiste wyniki będą różnić się od tych oczekiwanych przez rynek zależy stopień ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Zjawisko to nazywane jest odchyleniem od oczekiwanych wyników kwartalnych (*ang. Earnings Surprise*) i było przedmiotem wielu badań naukowych.¹ Jeżeli faktyczne

¹ Pierwsze badanie na ten temat to: M. O. Joy, R. Litzenberger, and R. McEnally, *The adjustment of Stock Prices to Announcements of Unanticipated Changes in Quarterly Earnings*, Journal of Accounting Research (Autumn 1997), 207-225.

wyniki finansowe są wyższe od oczekiwanych jest to tzw. pozytywny efekt odchylenia od oczekiwanych wyników kwartalnych. Negatywny efekt ma miejsce w przypadku odwrotnym.

Co ciekawe, wyniki przeprowadzonych badań wskazują, że efekty *Earnings Surprise* nie są natychmiast odzwierciedlone w cenach akcji. Rozszerzona analiza Rendlemana, Jonesa i Latane'a, którzy wykorzystali dzienne ceny akcji obejmujące 20 dni przed publikacją wyników kwartalnych do 90 dni po ich ogłoszeniu wykazała, iż 31% ruchu cen akcji miało miejsce przed dniem publikacji danych, 18% w samym dniu publikacji, a aż 51% ruchu cen odzwierciedlająca nieoczekiwane wyniki nastąpiło w dniach po ogłoszeniu danych.²

Inne badania z kolei dowiodły, że 80% wszystkich znaczących ruchów cen akcji ogółem była konsekwencją nieoczekiwanych wyników finansowych. Wykazano dodatkowo na bardzo dużej próbie statystycznej, że występuje istotna pozytywna korelacja pomiędzy korektą prognozy wyników finansowych a kursem akcji spółki.

Z badań tych wypływa jasny wniosek, że odchylenia od oczekiwanych wyników kwartalnych oraz korekty ich prognoz mogą służyć do przewidywania cen akcji na rynku kapitałowym i być tym samym ważnym narzędziem aktywnie zarządzającego menedżera.

Do tej pory zbliżone badania dotyczące tego zjawiska nie zostały w Polsce przeprowadzone jednak tempo dostosowania się kursu giełdowego do nieoczekiwanych zmian w poziomie EPS jest pochodną efektywności rynku, a niska efektywność GPW sugeruje jeszcze większe pole do zastosowania strategii bazującej na inwestowaniu w akcje spółek o dużym odchyleniu wyników kwartalnych od wartości oczekiwanych.

Warto zauważyć ponadto, że efekt opisanej anomalii jest silniejszy dla spółek o małej i średniej kapitalizacji. Niestety w tej kategorii spółek napotykamy na problem braku konsensusu rynkowego dotyczącego oczekiwanych wyników. Wydaje się, że istnieją dwa alternatywne rozwiązania likwidujące ten problem. Pierwszym jest podejście instynktowne. Inwestor analizując raport kwartalny w sposób subiektywny ocenia czy wyniki są zgodne z oczekiwaniami rynkowymi. Wadą tej metody jest niezbędna szeroka wiedza potrzebna do oceny wyników. Inną metodą jest podejście automatyczne. Konstrukcja modelu prognozującego wyniki kwartalne może zdecydowanie pomóc w ustaleniu wartości oczekiwanych. Niestety i tutaj natrafiamy na problem, gdyż model prognozujący musi być w swojej naturze dość skomplikowany i jednocześnie trudny do stworzenia.

DM BZWBK pracuje nad modelem prognozującym i na przestrzeni kilku miesięcy udostępni klientom pełne zestawienie oczekiwanych wyników kwartalnych dla spółek o małej i średniej kapitalizacji.

Niskie wskaźniki P/E (cena/zysk) i P/BV(cena/wartość księgową)

Wskaźnik P/E może być określony dla każdej spółki w następujący sposób:

$$P/E = \frac{\text{(cena akcji)}}{\text{(zysk netto z 4 ostatnich kwartałów przypadający na jedną akcję)}}$$

Mianownik tego równania może być obliczany również na podstawie oczekiwanych wyników dla najbliższych kwartałów.

Pierwszym, który zwrócił uwagę na użyteczność wskaźnika P/E był B. Graham, który opracował model „defensywnego inwestora”.³ Niskie wskaźniki P/E są często przychylnie przyjmowane przez menedżerów jako mniej wrażliwe na rozczarowujące wyniki, a w rezultacie na spadek cen akcji. Efekt niskiego wskaźnika P/E był przedmiotem wielu badań akademickich, które udowodniały, że portfele złożone z akcji o niskich P/E

Jedno z najbardziej znanych to: L. D. Brown, *Can EPS Yield Abnormal Returns?* Journal of Portfolio Management (Summer 1997)

² R. J. Rendleman, Jr., Ch. P. Jones, H. A. Latané, *Empirical Anomalies Based on Unexpected Earnings and the Importance of Risk Adjustments*, Journal of Financial Economics 10, no. 3 (November 1982): 269–287; C. P. Jones, R. J. Rendleman, Jr., H. A. Latané, *Earnings Announcements: Pre- and Post-Responses*, Journal of Portfolio Management 11, no. 3 (Spring 1985): 28–32

³ B. Graham, *The intelligent investor*, 4th rev. ed. New York: Harper&Row, 1973) rozdz. 14.

uzyskiwały wyższe stopy zwrotu od portfeli, których skład był złożony z akcji o wysokich P/E.⁴ Wyniki takie tłumaczone są faktem, że spółki wzrostowe, które mają najwyższe P/E są często przewartościowane, gdyż rynek oraz analitycy przeszacowują potencjał wzrostu tych spółek. Natomiast spółki o niskich wskaźnikach doświadczają z kolei zbyt konserwatywnych prognoz ze strony analityków, co przekłada się na niższą cenę od ich wartości godziwej.

Wskaźnik P/BV pokazuje relację ceny rynkowej jednej akcji w stosunku do wartości kapitału własnego spółki przypadającego na jedną akcję. Roseberg, Reid i Lanstein wykazali istotną pozytywną zależność pomiędzy bieżącą wartością tego wskaźnika i przyszłą stopą zwrotu z akcji.⁵

Do podobnego wniosku doszli w swych badaniach Fama i French, którzy udowodnili iż spółki charakteryzujące się niskimi wartościami wskaźnika P/BV konsekwentnie dawały wyższe stopy zwrotu na rynku kapitałowym od spółek z wysokimi wartościami tego wskaźnika.⁶

Ich badanie było tym bardziej wiarygodne, bo obejmowało 13 krajów z różnych regionów świata. Portfele były oparte na spółkach o 30% najniższych oraz najwyższych wartościach wskaźników P/E oraz P/BV. Tabela przedstawia różnicę średniorocznej stopy zwrotu oraz odchylenia standardowego między tymi portfelami. W 12 na 13 krajach różnica stopy zwrotu okazała się dodatnia, czyli na korzyść portfeli o niskich wartościach omawianych wskaźników.

Przykład 1: Różnica średniorocznych stóp zwrotu uzyskanych z portfeli o niskich oraz wysokich

COUNTRY	P/E RATIO		P/BV RATIO	
	(Low-High) RETURN %	(Low-High) STD DEV %	(Low-High) RETURN %	(Low-High) STD DEV %
United States	6.71	2.87	6.79	1.13
Japan	7.47	-1.52	9.85	-2.75
United Kingdom	2.65	5.32	4.62	2.09
France	6.98	4.70	7.64	5.72
Germany	0.55	-10.20	2.75	-2.40
Italy	-5.37	-12.32	-5.99	-15.12
The Netherlands	5.11	0.59	2.30	12.06
Belgium	2.22	2.59	4.39	0.99
Switzerland	1.54	2.63	3.49	1.43
Sweden	8.19	17.67	8.02	12.05
Australia	9.67	-0.70	12.32	3.71
Hong Kong	4.99	4.02	7.16	8.47
Singapore	2.09	-5.13	9.67	9.18

wskaźnikach P/E i P/BV (1975-1995)

Źródło: E. F. Fama, K. R. French, *Value versus Growth: The International Evidence*, Journal of Finance 53, no.6 (December 1998): 1975-1999.

⁴R. W. Banz, The relationship Between Return and Market Value of Stocks, Journal of Financial Economics (March 1981), 103-126. 48 R. J. Rendleman, Jr., Ch. P. Jones, H. A. Latané, Empirical Anomalies Based on Unexpected Earnings and the Importance of Risk Adjustments, Journal of Financial Economics 10, no. 3 (November 1982): 269-287; and C. P. Jones, R. J. Rendleman, Jr., H. A. Latané, *Earnings Announcements: Pre and Post-Responses*, Journal of Portfolio Management 11, no. 3 (Spring 1985): 28-32.

⁵B. Rosenberg, K. Reid, R. Lanstein, *Persuasive Evidence of Market Inefficiency*, Journal of Portfolio Management 11, no. 3 (Spring 1985): 9-17

⁶E. F. Fama, K. R. French, *Value versus Growth: The International Evidence*, Journal of Finance 53, no.6 (December 1998): 1975-1999.

Efekt małej spółki

Wiele analiz poświęcono również wpływowi kapitalizacji spółki na jej stopy zwrotu. Próbowano udowodnić, że większe ryzyko, z którym mamy do czynienia w przypadku małych spółek przekłada się na wyższe stopy zwrotu z inwestycji w te spółki. Wyniki badań nie były zbieżne. Udało się udowodnić, że jedynie w bardzo długich okresach (powyżej 30-50 lat) można było potwierdzić supremację małych spółek z punktu widzenia surowej stopy zwrotu.⁷ Z kolei inne analizy pozwoliły sformułować tezę, że *efekt małej firmy* nie jest stały i występuje w postaci interwałów czasowych kiedy w jednym okresie istnieje negatywna korelacja między stopą zwrotu a kapitalizacją, a w następnym okresie kilku lat występuje zjawisko odwrotne.⁸

Efekt spółek pominiętych przez analityków

Byłoby ciężko gdyby każda spółka cieszyła się podobnym zainteresowaniem ze strony wszystkich analityków. Rzeczywiście, często można zaobserwować, że małe wzrostowe spółki nie są analizowane przez żadną instytucję. Istnieje opinia, że spółki pominięte przez analityków uzyskują wyższe stopy zwrotu od spółek, które są przedmiotem znaczącej uwagi co najmniej kilku instytucji wystawiających rekomendacje.

Arbel i Strebel zbadali wpływ poziomu zainteresowania spółką ze strony analityków dzieląc akcje na trzy grupy o: (1) dużym zainteresowaniu, (2) umiarkowanym zainteresowaniu, (3) zupełnie pominięte.⁹ Wyniki potwierdziły istnienie tego efektu, a wyższe stopy zwrotu spółek pominiętych tłumaczone są ogólnym brakiem informacji oraz niskim zainteresowaniem ze strony inwestorów instytucjonalnych.

Bardzo ważne jest jednak, aby przy wyborze spółek nie będących w zainteresowaniu analityków zwracać szczególnie uwagę na te charakteryzujące się solidnymi wynikami finansowymi oraz ugruntowanej pozycji na rynku, aby uniknąć inwestycji o bardzo dużym stopniu ryzyka.

DM BZWBK oferuje długoterminowe oceny spółek, których przedmiotem są ciekawe spółki małej i średniej kapitalizacji nie będące przedmiotem badania przez innych analityków.

Koniec części I. W części drugiej: strategię inwestycyjne oparte na analizie fundamentalnej

Michał Cichosz
michal.cichosz@bzwbk.pl
Dom Maklerski BZ WBK S.A.

Wszystkie wykresy przygotowano za pomocą programu Metastock. Dane do wykresów dostarcza GPW, Akcje.net i DM BZ WBK S.A. Źródłem pozostałych danych są PAP, Reuters, prasa finansowa i internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. Dane prezentowane w niniejszym raporcie zostały uzyskane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez DM BZ WBK S.A. za wiarygodne, jednakże DM BZ WBK S.A. nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. Niniejsze opracowanie i zawarte w nim komentarze są wyrazem wiedzy oraz poglądów autorów i nie powinny być inaczej interpretowane. Dom Maklerski BZ WBK S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody DM BZ WBK S.A. jest zabronione.

⁷ Szczegóły można znaleźć w: R. W. Banz, *The Relationship Between Return and Market Value of Stocks*, Journal of Financial Economics (March 1981), 103-126

⁸ M. R. Reinganum, *A Revival of the Small-Firm Effect*, Journal of Portfolio Management 18, no. 3 (Spring 1992) (55–62).

⁹ A. Arbel, P. Strebel, *Pay Attention to Neglected Firms!*, Journal of Portfolio Management 9, no.2 (Winter 1983): (37–42).