

Tomasz Leszek NAWROCKI
Politechnika Śląska
Wydział Organizacji i Zarządzania
tomasz.nawrocki@polsl.pl

Monika MIŚKIEWICZ-NAWROCKA
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Zarządzania
monika.miskiewicz@ue.katowice.pl

ZARZĄDZANIE PORTFELEM INWESTYCYJNYM. EFEKTYWNOŚĆ STRATEGII INWESTYCJI W AKCJE SPÓŁEK WZROSTOWYCH

Streszczenie. Inwestowanie w akcje spółek wzrostowych jest jedną z podstawowych strategii stosowanych na rynku kapitałowym. Jej wykorzystanie w praktyce nie jest jednak łatwe i wiąże się z pewnymi kontrowersjami, gdyż podmioty o charakterystyce wzrostowej zazwyczaj są już przez rynek dostrzeżone i wysoko wyceniane. Aby zweryfikować zasadność stosowania tej strategii w warunkach polskiego rynku kapitałowego, za cel opracowania przyjęto zbadanie efektywności inwestycji w akcje spółek wzrostowych notowanych na GPW w Warszawie.

Słowa kluczowe: efektywność inwestycji, spółki wzrostowe, strategia inwestycyjna, zarządzanie portfelem inwestycyjnym.

INVESTMENT PORTFOLIO MANAGEMENT. EFFICIENCY OF STRATEGY REGARDING INVESTMENT IN SHARES OF GROWING COMPANIES

Summary. Investing in growing stocks is one of the basic strategies used on the capital market. Its application in practice is not easy and involves some controversy, because the entities of growth characteristics are usually already noticed by the market and highly valued. To verify the validity of this strategy use in the conditions of Polish capital market, as the purpose of this paper has been adopted an efficiency investigation of investment in shares of growing companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

Keywords: portfolio management, growing companies, investment strategy, investment efficiency.

1. Wprowadzenie

Budowa portfela inwestycyjnego oraz zarządzanie nim jest procesem bardzo złożonym, który zaczyna się od ustalenia celów inwestora, a następnie podjęcia licznych decyzji odnośnie do struktury portfela, ryzyka inwestycyjnego, sposobów i zasad doboru określonych aktywów, kończąc na ciągłym monitoringu oraz doskonaleniu narzędzi i technik stosowanych na poszczególnych jego etapach¹. Za jedno z kluczowych zagadnień w ramach problematyki zarządzania portfelem inwestycyjnym najczęściej uznaje się kwestię sposobu doboru określonych aktywów do portfela, co w znacznym stopniu jest zbieżne z przyjętą przez inwestora strategią inwestycyjną. Spośród wielu możliwości jedną z bardziej popularnych jest skupienie się na spółkach wzrostowych. Zagadnienie przedsiębiorstw (spółek) wzrostowych nie należy do nowych, lecz z uwagi na swoją specyfikę nadal pozostaje interesującym obszarem badań. Wiąże się ono z trwającym od dobrych kilkadziesiąt lat na gruncie teorii i praktyki starciem między dwoma popularnymi podejściami do inwestycji na rynku akcji – inwestowaniem we wzrost oraz inwestowaniem w wartość². Najczęściej wnioski z przeprowadzonych badań wskazują, że w dłuższym terminie na lepsze wyniki można liczyć, stosując strategię inwestycji w spółki z potencjałem wartości. Uzasadnia się to tym, że takie spółki w momencie podejmowania decyzji inwestycyjnych są z różnych względów niedowartościowane przez rynek, podczas gdy spółki wzrostowe w tym samym czasie rynek przewartościowuje ze względu na ich bieżącą siłę. W rezultacie, gdy w dłuższym okresie spółki z potencjałem wartości poprawiają swoje wyniki i tym samym odzyskują zainteresowanie inwestorów, spółki wzrostowe mają problem z utrzymaniem wysokiego tempa rozwoju i są przez rynek przeceniane³. Często w tym kontekście przywołuje się stwierdzenie, że to, co dobre, i to, co złe, w długim okresie staje się średnie.

Jakkolwiek wyjaśnienie takie wydaje się logiczne, to jednocześnie opiera się ono na założeniu, że w długim czasie spółki nie są w stanie utrzymać trwałego trendu wzrostowego bądź spadkowego w odniesieniu do wyników swojej działalności. Należy zauważyć, że dla wyników tego typu porównań duże znaczenie ma określenie, ile wynosi ten długi okres⁴, gdyż, jak pokazują realia rynkowe, wiele przedsiębiorstw przez kolejne lata, a nawet kolejne

¹ Ostrowska E.: Portfel inwestycyjny. Klasyczny i alternatywny. Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 48-52; Tharp V.K.: Giełda, wolność i pieniądze. Poradnik spekulanta. Wig-Press, Warszawa 2000, s. 51-66.

² Tarczyńska-Łuniewska M.: Inwestowanie w wartość czy we wzrost – aspekty teoretyczne. ZN Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 761, seria: Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia, nr 60, 2013, s. 315-322; Zaremba A.: Giełda. Skuteczne strategie nie tylko dla początkujących. Helion, Gliwice 2013; Damodaran A.: Investment philosophies. Successful strategies and the investors who made them work. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2012; Haugen, R.A.: Nowa nauka o finansach. Przeciwno efektywności rynku. Wig-Press, Warszawa 1999.

³ Zaremba A.: op.cit., s. 62-63; Haugen R.A.: op.cit., s. 21; Bauman W.S., Conover C.M., Miller R.E.: Growth versus value and large-cap versus small-cap stocks in international markets. Financial Analysts Journal, 54(2), 1998, p. 75-89; Siegel J.: Valuing growth stocks: revisiting the nifty fifty. AAI Journal, October 1998, p. 20-24.

⁴ Mikołajewicz G.: Siła fundamentalna przedsiębiorstwa a strategie value investing i growth investing. ZN Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 804, seria: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 67, 2014, s. 327-337.

cykle rynkowe potrafi utrzymać relatywnie wysokie tempo swojego rozwoju, podczas gdy inne nie są w stanie uporać się ze swoimi problemami.

W związku z powyższym za cel główny niniejszego artykułu przyjęto weryfikację efektywności strategii inwestycji w akcje spółek wzrostowych względem głównego indeksu rynku akcji w Warszawie – WIG, którą przeprowadzono w ujęciu narastającym za 7 lat, uwzględniając przy tym różne podejścia do identyfikacji podmiotów wzrostowych.

2. Pojęcie spółki wzrostowej

W nomenklaturze giełdowej oraz badaniach efektywności strategii inwestycyjnych na rynku akcji spółki wzrostowe są zazwyczaj kojarzone z wysokimi mnożnikami cena/zysk (C/Z) lub cena/wartość księgową (C/WK)⁵; i faktycznie, w wielu przypadkach tego typu zależność występuje. Jednocześnie jednak należy przy tym zwrócić uwagę, że w odniesieniu do typowych spółek wzrostowych wysokie mnożniki rynkowe są niejako potwierdzeniem ich sytuacji fundamentalnej i/lub pozytywnych oczekiwań rynku względem niej, a nie cechą samą w sobie, jak zdaje się zakładać wielu badaczy.

Typowe spółki wzrostowe to podmioty, z którymi wiąże się znaczny potencjał rozwojowy, w tym również systematyczna poprawa wyników działalności⁶. Często utożsamia się je z modnymi, rozwojowymi sektorami gospodarki (np. biotechnologia, informatyka), przy czym równie dobrze można je także znaleźć w sektorach o bardziej tradycyjnej charakterystyce (np. budownictwo, przetwórstwo przemysłowe, handel, finanse). Zazwyczaj podmioty te są innowatorami w ramach określonej działalności lub liderami na bardziej dojrzałych rynkach. Cechują się dobrymi perspektywami lub trwałą tendencją do poprawy wyników finansowych oraz wysoką rentownością działalności i zdolnością do generowania gotówki, co idzie w parze z jakością ich zarządów oraz innowacyjnością⁷. Można zaryzykować nawet stwierdzenie, że w znacznym stopniu spółki wzrostowe mają wszelkie cechy do tego, by określić je mianem inteligentnych⁸, gdyż rozwijając się szybciej od swoich konkurentów, nic nie pozostawiają przypadkowi. Postępują zgodnie z nakreśloną długofalową strategią, która w zależności od zmian w otoczeniu jest odpowiednio korygowana, tak aby

⁵ Damodaran A.: op.cit., s. 329-374; Haugen R.A.: op. cit, s. 69-110; Zaremba A.: op.cit., s. 61-104.

⁶ Mikołajewicz G.: op.cit., s. 333; Błasiński M.: Akcje wzrostowe – problemy z definicją, <http://akcjonariatobywatelski.pl/pl/zapytaj-eksperta/1899,Akcje-wzrostowe-problemy-z-definicja.html>. Data dostępu: 12.04.2016.

⁷ Damodaran A.: op. cit., s. 329-330; Szwajca D.: The innovativeness of Polish companies according to research results. Forum Statisticum Slovacum, 6, 2010, p. 83-88.

⁸ Kaczmarek B.: Tworzenie organizacji inteligentnej jako nowej wartości firmy. ZN Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 786, seria: Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia, nr 64, 2013, s. 157-162; Grudzewski W.M., Hejduk I.K.: Przedsiębiorstwo przyszłości. Difin, Warszawa 2013; Nawrocki T.: Identyfikacja organizacji inteligentnych na podstawie analizy porównawczej wielkości i wskaźników finansowych spółek giełdowych. ZN Politechniki Śląskiej, seria: Organizacja i Zarządzanie, z. 86, 2015, s. 71-82.

pozwoić na utrzymanie wysokiej dynamiki wyników działalności, w tym w szczególności przychodów ze sprzedaży.

Warto pamiętać o przytoczonych cechach, gdyż w większości badań dotyczących porównywania wyników strategii inwestowania we wzrost i w wartość zapomina się o tej dodatkowej, pozamnożnikowej charakterystyce, co w konsekwencji prowadzi w pewnym sensie do wypaczenia otrzymywanych wyników i formułowanych na ich podstawie wniosków (można wręcz powiedzieć, że badania te odnoszą się bardziej do spółek z niskimi i wysokimi wartościami mnożników rynkowych aniżeli spółek z potencjałem wartości i wzrostowych).

3. Metodyka badawcza

Weryfikację efektywności strategii inwestycji w akcje spółek wzrostowych notowanych na GPW w Warszawie przeprowadzono zgodnie z następującym tokiem postępowania:

- i. identyfikacja podmiotów wzrostowych;
- ii. określenie czasowego zakresu analizy;
- iii. budowa portfeli spółek wzrostowych z uwzględnieniem różnych sposobów doboru,
- iv. porównanie wyników strategii inwestycji w spółki wzrostowe oraz indeksu rynku,
- v. porównanie efektywności strategii inwestycji w spółki wzrostowe oraz indeksu rynku w układzie ryzyko-dochód.

Biorąc pod uwagę charakterystykę podmiotów wzrostowych przytoczoną w poprzednim punkcie oraz możliwości jej szybkiej weryfikacji w odniesieniu do spółek notowanych na GPW w Warszawie, w procesie ich identyfikacji skupiono się w pierwszej kolejności na mnożnikach C/Z i C/WK (pod uwagę wzięto wyłącznie podmioty o wartościach wskazanych mnożników powyżej 3. kwartyła), a następnie dynamice przychodów ze sprzedaży w ostatnich 3 i 5 latach (warunkiem uwzględnienia w badaniu był systematyczny rokroczny wzrost przychodów w rozpatrywanych dwóch okresach). Za trzecie podejście identyfikacyjne spółek wzrostowych, dla porównania z wyżej opisanymi, przyjęto stosowane najczęściej w badaniach samo kryterium mnożnikowe (wartości mnożników C/Z i C/WK powyżej 3. kwartyła).

Za zakres czasowy analizy przyjęto okres od początku bieżącego cyklu giełdowego z przesunięciem do momentu zakończenia publikacji przez spółki notowane na GPW raportów rocznych (minimum notowań kończące bessę związaną z ogólnoswiatowym kryzysem finansowym WIG zanotował w lutym 2009 roku, a koniec sezonu publikacji raportów rocznych przypada na przełom kwietnia i maja) do roku bieżącego (początek maja 2016). Jednocześnie jednak, z uwagi na fakt, że za podstawowe źródło weryfikacji wzrostowej charakterystyki badanych spółek przyjęto dynamikę przychodów ze sprzedaży, badanie rozpatrywanej strategii inwestycyjnej przeprowadzono w kolejnych podokresach

rocznych od maja do kwietnia (jak już zauważono, przełom kwietnia i maja to dla spółek z GPW zwyczajowy koniec sezonu publikowania raportów rocznych).

W tym celu, opierając się na wartościach mnożników C/Z i C/WK oraz dynamice przychodów ze sprzedaży, w każdym z siedmiu rozpatrywanych lat (2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 oraz 2015) zbudowano portfele spółek różniące się warunkami wejściowymi (wartości mnożników powyżej 3. kwartyła oraz rokrocznie rosnące przychody w okresie 5 ostatnich lat, wartości mnożników powyżej 3. kwartyła oraz rokrocznie rosnące przychody w okresie 3 ostatnich lat, wartości mnożników powyżej 3. kwartyła) oraz liczebnością (wszystkie spółki spełniające określone kryteria wejściowe do portfela, a następnie 15, 10 oraz 5 pierwszych spółek spełniających kryteria).

Jednocześnie na potrzeby analizy omawianej strategii inwestycyjnej oraz jej efektywności względem indeksu rynku przyjęto następujące założenia:

- kapitał początkowy inwestycji – 100 000 zł;
- prowizja od transakcji kupna/sprzedaży – 0,39% wartości zlecenia (zgodnie z ofertą jednego z bardziej popularnych domów maklerskich działających w Polsce);
- równy udział wszystkich walorów wybranych do portfela;
- liczba akcji poszczególnych spółek wybranych do portfela wyrażona w liczbach całkowitych (naturalnych);
- brak oprocentowania niezagospodarowanych środków (reszty wynikające z braku możliwości wydatkowania pełnej puli środków na poszczególne walory przy założeniu ich ilości w portfelu wyrażonej w postaci liczb całkowitych);
- notowania akcji poszczególnych spółek uwzględniają dywidendy, prawa poboru, splitsy oraz resplitsy (połączenia), jakie wystąpiły w rozpatrywanym okresie;
- po każdym rocznym okresie portfel jest spieniężany i tworzony na nowo na podstawie zaktualizowanej listy podmiotów z grupy badawczej;
- za indeks rynku stanowiący punkt odniesienia dla wyników strategii inwestycyjnej przyjęto WIG – indeks szerokiego rynku GPW w Warszawie (ma on charakter dochodowy⁹, co jest zbieżne z charakterem rozpatrywanych portfeli spółek).

Porównanie rentowności wymienionych portfeli spółek wzrostowych oraz indeksu szerokiego rynku GPW w Warszawie – WIG przeprowadzono, opierając się na narastającej składanej stopie zwrotu uwzględniającej kolejne roczne podokresy okresu analizy (1), ogólnej stopie zwrotu w okresie analizy (2) oraz średniej geometrycznej stopie zwrotu (3):

$$r_s = \prod_{t=1}^n (1 + r_t) - 1, \quad (1)$$

⁹ Indeksy dochodowe poza zmianami cen zawartych w nich walorów uwzględniają również dochody z tytułu dywidend oraz praw poboru. Dla porównania indeksy cenowe uwzględniają jedynie zmiany cen zawartych w nich walorów.

$$r_n = \frac{K_n}{K_0} - 1, \quad (2)$$

$$\overline{r}_g = (1 + r_n)^{1/n} - 1, \quad (3)$$

gdzie:

n – liczba okresów, z których pochodzą dane,

r_t – stopa zwrotu w t -tym okresie,

K_0 – wartość początkowa portfela lub indeksu rynku,

K_n – wartość końcowa portfela lub indeksu rynku.

Jednocześnie, aby dokładniej porównać efektywność portfeli spółek wzrostowych oraz indeksu WIG, na podstawie rocznych stóp zwrotu przeprowadzono ich analizę w układzie ryzyko-dochód, wykorzystując w tym celu oczekiwaną stopę zwrotu na bazie średniej arytmetycznej (4), odchylenie standardowe (5), semiodchylenie standardowe (6), współczynnik zmienności (7) oraz semizmienności (8) stopy zwrotu:

$$R = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n r_t, \quad (4)$$

$$s = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (r_t - R)^2}{(n-1)}}, \quad (5)$$

$$ss = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n d_t^2}{(n-1)}}, \quad \text{gdzie } d_t = \begin{cases} r_t - R, & \text{gd } r_t - R < 0, \\ 0, & \text{gd } r_t - R \geq 0. \end{cases} \quad (6)$$

$$CV = \frac{s}{R}, \quad (7)$$

$$sCV = \frac{ss}{R}. \quad (8)$$

Należy odnotować, że o ile w odniesieniu do poszczególnych stóp zwrotu bardziej pożądane są ich wyższe wartości (wyższy dochód z inwestycji), o tyle w przypadku odchylenia i semiodchylenia standardowego oraz współczynnika zmienności i semizmienności stopy zwrotu za bardziej korzystne uznaje się wartości niższe, oznaczające mniejsze ryzyko bądź to w ujęciu bezwzględnym (odchylenie i semiodchylenie standardowe), bądź też w przeliczeniu na jednostkę dochodu (współczynnik zmienności i semizmienności).

4. Wyniki

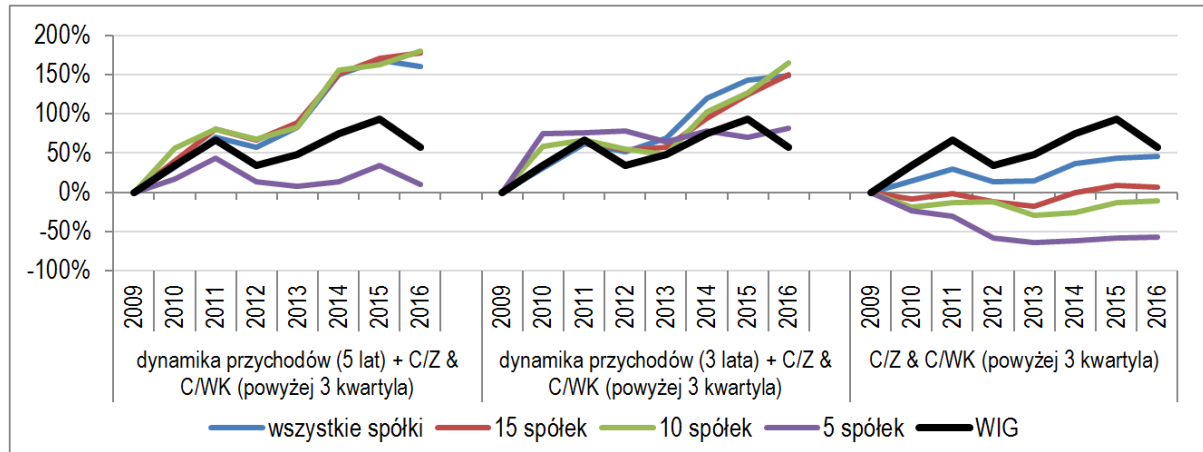
Postępując według nakreślonego wcześniej toku postępowania, w pierwszej kolejności przeprowadzono selekcję spółek notowanych na GPW w Warszawie w okresie analizy

zgodnym z doбором do portfeli (2009-2015) pod kątem ich wzrostowej charakterystyki. Wstępnym kryterium selekcji były wartości mnożników C/Z i C/WK powyżej 3. kwartyła.

Po przeprowadzonej selekcji uzyskano listę podmiotów tworzących podstawową grupę badawczą, które co najmniej raz spełniały warunek doboru do portfela w okresie analizy (co umożliwiło ich uwzględnienie w portfelu spółek wzrostowych opierającym się wyłącznie na wartościach mnożników cenowych).

Następnie, uwzględniając wartości mnożników cenowych oraz dokładając dodatkowe kryterium w postaci dynamiki przychodów ze sprzedaży osobno dla okresu 5 i 3 lat, w każdym z rozpatrywanych lat uszeregowano podmioty badania malejąco (od najwyższej do najniższej wartości przeciętnej dynamiki przychodów w rozpatrywanym okresie) oraz przyporządkowano je do poszczególnych portfeli inwestycyjnych z zachowaniem wskazanych wcześniej założeń (z uwagi na ograniczenia objętości tekstu lista podmiotów tworzących grupę badawczą oraz ich przyporządkowanie do poszczególnych portfeli są dostępne u autorów).

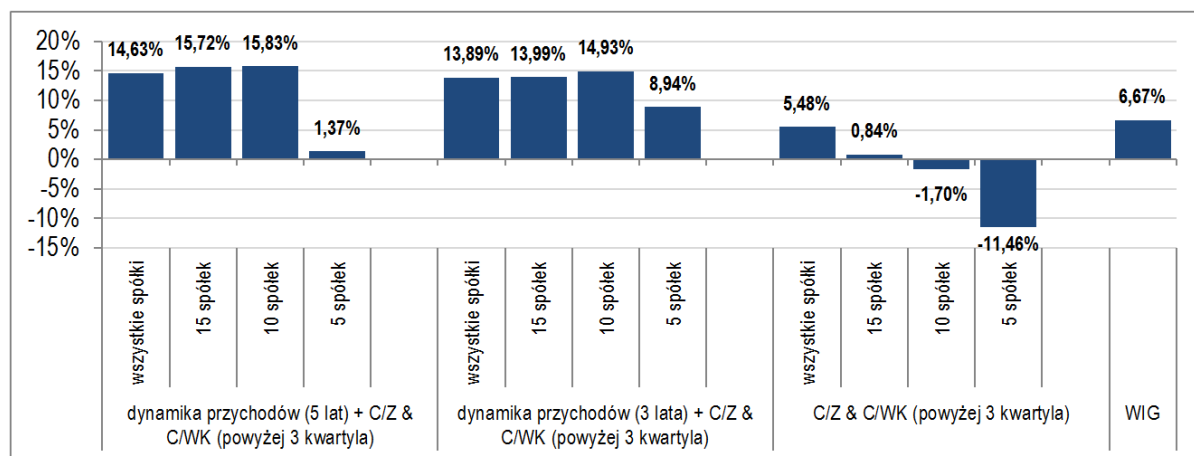
Przechodząc do prezentacji analizy porównawczej rentowności portfeli spółek wzrostowych oraz indeksu rynku, w pierwszej kolejności przedstawiono, otrzymane na podstawie formuł (1) – (3), narastające stopy zwrotu zrealizowane na przestrzeni okresu analizy (rys. 1) oraz średnią geometryczną stopę zwrotu w ujęciu rocznym (rys. 2).



Rys. 1. Narastające roczne składane stopy zwrotu z poszczególnych portfeli spółek wzrostowych oraz indeksu rynku

Fig. 1. The cumulative compound annual rates of return on particular growing companies portfolios and market index

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony GPW w Warszawie – gpw.pl – oraz stron serwisów giełdowych – bankier.pl i stooq.com [dostęp: 05.06.2016].



Rys. 2. Średnioroczne geometryczne stopy zwrotu z poszczególnych portfeli spółek wzrostowych oraz indeksu rynku

Fig. 2. The average annual geometric rates of return on particular growing companies portfolios and market index

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników zaprezentowanych na rys. 1.

Biorąc pod uwagę otrzymane wyniki, w pierwszej kolejności należy zauważyć, że uzupełnienie kryterium mnożnikowego o dynamikę przychodów pozwoliło uzyskać zdecydowanie wyższe stopy zwrotu z poszczególnych portfeli spółek wzrostowych zarówno w każdym z rozpatrywanych lat, jak i w całym 7-letnim okresie inwestycji. Dodatkowo uzyskane dla tych portfeli średnioroczne stopy zwrotu w okresie inwestycji, z jednym wyjątkiem, wyraźnie przewyższały stopę zwrotu z indeksu szerokiego rynku WIG.

Trzeba również odnotować, że we wszystkich 3 rozpatrywanych kategoriach portfeli najniższy wynik dotyczy przypadku z 5 spółkami. W tym miejscu warto dodać, że o ile w przypadku portfeli zbudowanych jedynie przy wykorzystaniu kryterium mnożnikowego wraz ze wzrostem liczby spółek poprawie ulega stopa zwrotu, w odniesieniu do portfeli zbudowanych z dodatkowym uwzględnieniem kryterium dynamiki przychodów, przy rozpatrywanych liczebnościach innych niż 5 spółek, można stwierdzić zbliżone poziomye wyniki, z nieznacznym wskazaniem na rzecz portfela 10 spółek.

Powyższe wnioski w odniesieniu do stóp zwrotu poszczególnych portfeli spółek wzrostowych oraz indeksu rynku znalazły również zasadniczo potwierdzenie w wynikach bardziej szczegółowej analizy ich ryzyka i dochodu, jakie na podstawie rocznych stóp zwrotu otrzymano na podstawie formuł (4) – (8) i zestawiono w tabeli 1¹⁰.

¹⁰ Mimo że szereg czasowy rocznych stóp zwrotu w rozpatrywanym przypadku jest krótki i wynosi jedynie 7 obserwacji, zdecydowano się na przeprowadzenie obliczeń, wychodząc z założenia, że lepsza jest informacja o nieco ograniczonej jakości od braku informacji w ogóle. Jednocześnie z uwagi na problemy z dostępem do danych historycznych odnośnie do mnożników cenowych oraz notowań spółek, a także zmiany obowiązujących standardów sprawozdawczości finansowej zaniechano wydłużenia okresu badania przez uwzględnienie starszych danych.

Tabela 1

Porównanie portfeli spółek wzrostowych oraz indeksu rynku pod względem ryzyka i dochodu

Kryterium doboru	Liczebność	Ozn.	R	s	ss	CV	sCV
Dynamika przychodów (5 lat) + C/Z & C/WK (pow. 3. kwartyła)	wszystkie spółki	P1	15,8%	17,6%	1,11	12,8%	0,81
	15 spółek	P2	16,8%	17,4%	1,03	12,1%	0,72
	10 spółek	P3	17,5%	22,4%	1,28	13,2%	0,75
	5 spółek	P4	2,7%	17,8%	6,48	13,2%	4,81
Dynamika przychodów (3 lata) + C/Z & C/WK (pow. 3. kwartyła)	wszystkie spółki	P5	14,7%	14,3%	0,98	10,3%	0,70
	15 spółek	P6	14,7%	13,9%	0,94	10,3%	0,70
	10 spółek	P7	16,8%	23,6%	1,40	14,1%	0,84
	5 spółek	P8	11,4%	28,7%	2,51	12,1%	1,06
C/Z & C/WK (pow. 3. kwartyła)	wszystkie spółki	P9	6,0%	10,9%	1,82	8,3%	1,38
	15 spółek	P10	1,4%	11,8%	8,39	7,3%	5,19
	10 spółek	P11	-0,8%	14,4%	-18,75	11,1%	-14,56
	5 spółek	P12	-9,8%	17,8%	-1,83	13,9%	-1,42
WIG			8,4%	20,4%	2,42	15,8%	1,87

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników otrzymanych w toku analizy.

W odniesieniu do oczekiwanych stóp zwrotu z rozpatrywanych portfeli spółek wzrostowych opierających na średniej arytmetycznej można sformułować podobne wnioski do tych przedstawionych wcześniej dla wyników dotyczących średniej geometrycznej: przewaga portfeli uwzględniających dodatkowo kryterium dynamiki przychodów nad portfelami uwzględniającymi jedynie kryterium mnożnikowe oraz indeksem WIG, w tym zwłaszcza portfeli składających się z 10 spółek.

Wziąwszy natomiast pod uwagę ryzyko mierzone odchyleniem i semiodchyleniem standardowym, należy zauważyć, że w przypadku rozpatrywanych grup portfeli nie zawsze można stwierdzić obowiązywanie, uzasadniającej dywersyfikację, tendencji do jego spadku wraz ze wzrostem liczby składników portfela. Tendencję tę można odnotować głównie w odniesieniu do portfeli opierających się wyłącznie na kryterium mnożnikowym, podczas gdy w przypadku portfeli uwzględniających dodatkowo kryterium dynamiki przychodów występuje ona już w dość ograniczonym zakresie – najniższe wartości odnotowano tu dla portfeli składających się z 15 spółek.

Z kolei z punktu widzenia relacji ryzyko-dochód, wyrażonej współczynnikiem zmienności i semizmienności stopy zwrotu, zdecydowana większość spośród rozpatrywanych portfeli spółek wzrostowych utworzonych przy uwzględnieniu dodatkowego kryterium dynamiki przychodów (P1 – P8) prezentuje się wyraźnie korzystniej w porównaniu z portfelami opartymi wyłącznie na kryterium mnożnikowym (P9 – P12), czy też z indeksem WIG. Za najbardziej korzystne z inwestycyjnego punktu widzenia należy przy tym uznać portfele P5 i P6 (relatywnie najmniejsze ryzyko w przeliczeniu na jednostkę dochodu). Jednocześnie należy odnotować, że spośród pozostałych portfeli spółek wzrostowych tylko nieznacznie ustępują im portfele P2 i P3. Po raz kolejny najmniej korzystnie prezentują się portfele opierające się wyłącznie na kryterium mnożnikowym i węższym składzie – P11 oraz P12.

5. Podsumowanie

Wyniki przeprowadzonego badania wskazują na możliwą do uzyskania wyższą rentowność z inwestycji w spółki wzrostowe aniżeli w przypadku indeksu szerokiego rynku WIG, której towarzyszy również korzystniejsza relacja ryzyka przypadającego na jednostkę dochodu. Jednak przy tym należy podkreślić, że taka strategia powinna zakładać zastosowanie poza mnożnikowymi również dodatkowych, w szczególności fundamentalnych, kryteriów doboru spółek do portfela, gdyż – jak pokazują otrzymane wyniki – tylko w takim przypadku można liczyć na pokonanie rynku. Warto również przy tym odnotować, że budując portfel spółek wzrostowych, nie powinno się zakładać ani zbyt luźnych, ani zwłaszcza zbyt konserwatywnych kryteriów doboru walorów, gdyż – jak pokazują uzyskane wyniki – niekoniecznie przekłada się to na poprawę stopy zwrotu i ograniczenie ryzyka inwestycyjnego. Oczywiście sporo zależy od przyjętego sposobu doboru walorów do portfela oraz ustalania ich udziałów. W prezentowanym opracowaniu przyjęto stosunkowo proste rozwiązanie, które w zależności od podejścia inwestora może podlegać różnym modyfikacjom. W kontekście dalszych badań można rozważyć m.in. pominięcie kryterium mnożnikowego i skoncentrowanie się na poszerzonym zakresie kryteriów fundamentalnych (nie tylko przychody, lecz także wyniki i wskaźniki finansowe oraz przepływy pieniężne), przyjęcie ograniczenia sektorowego dotyczącego przyjmowanych do portfela walorów (np. do 3 spółek), czy też wykorzystanie narzędzi nowoczesnej teorii portfelowej w celu ustalenia optymalnych udziałów poszczególnych walorów w portfelu.

Bibliografia

1. Bauman W.S., Conover C.M., Miller R.E.: Growth versus value and large-cap versus small-cap stocks in international markets. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 1998.
2. Damodaran A.: *Investment philosophies. Successful strategies and the investors who made them work*. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey 2012.
3. Grudzewski W.M., Hejduk I.K.: *Przedsiębiorstwo przyszłości*. Difin, Warszawa 2010.
4. Haugen R.A.: *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*. Wig-Press, Warszawa 1999.
5. Kaczmarek B.: Tworzenie organizacji inteligentnej jako nowej wartości firmy. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, nr 786, seria: Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia, nr 64, 2013.
6. Mikołajewicz G.: Siła fundamentalna przedsiębiorstwa a strategie value investing i growth investing. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, nr 804, seria: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 67, 2014.

7. Nawrocki T.: Identyfikacja organizacji inteligentnych na podstawie analizy porównawczej wielkości i wskaźników finansowych spółek giełdowych. Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, seria: Organizacja i Zarządzanie, z. 86, 2015.
8. Ostrowska E.: Portfel inwestycyjny. Klasyczny i alternatywny. Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2011.
9. Siegel J.: Valuing growth stocks: revisiting the nifty fifty. AAIJ Journal, October 1998.
10. Szwałca D.: The innovativeness of Polish companies according to research results. Forum Statisticum Slovaca, 6, 2010.
11. Tarczyńska-Łuniewska M.: Inwestowanie w wartość czy we wzrost – aspekty teoretyczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 761, seria: Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia, nr 60, 2013.
12. Tharp V.K.: Giełda, wolność i pieniądze. Poradnik spekulanta. Wig-Press, Warszawa 2000.
13. Zaremba A.: Giełda. Skuteczne strategie nie tylko dla początkujących. Helion, Gliwice 2013.

Źródła internetowe

14. www.bankier.pl
15. Błasiński M.: Akcje wzrostowe – problemy z definicją. Dostępne w Internecie: <http://akcjonariatobywatelski.pl/pl/zapytaj-eksperta/1899,Akcje-wzrostowe-problemy-z-definicja.html>. Data dostępu: 12.04.2016.
16. www.gpw.pl
17. www.stooq.com

Abstract

The results of performed study indicate a possible to obtain higher return on investment in growing companies than in the case of broad market index WIG, which is accompanied by a more favorable risk to income ratio. However, it needs to be empathized at the same time, that such a strategy should assume the use beyond a multiplier also additional, in particular fundamental, criteria for selecting companies to the portfolio, because as it is shown by the obtained results only in this case you can expect to beat the market. Moreover, it is worth noting, that building a portfolio of growing companies should not assume neither too loose nor particularly too conservative assets selection criteria, because as the obtained results show it does not necessarily translate into returns improvement and investment risk reduction.