

Ile warte są akcje?

Każdy produkt ma pewną wartość. Akcje są produktem takim samym jak wszystko inne. Czasem wartość danego produktu można wyliczyć i ustalić w sposób uczciwy, obiektywny i jednoznaczny, a czasem nie. W sposób niebudzący obiekcji nie da się na przykład oszacować uczciwej wartości uncji złota. Można określić jej aktualną cenę transakcyjną na rynku, ale czy to zawsze będzie rzeczywista, uczciwa wartość kruszcu? Co to w ogóle znaczy „uczciwa wartość”? Jeśli w 2011 roku uncja złota kosztowała 1900 USD, a cztery lata później już tylko 1000 USD, to która z tych wartości była uczciwa? A może żadna? Może uczciwa wartość leży gdzieś pośrodku? Jak to oszacować? Jak to wyliczyć? Jak to sprawdzić? Według jednych ekspertów złoto niedługo będzie warte 10 000 USD, a według drugich tylko 800 USD, czyli tyle, ile wynosi realny koszt produkcji kruszcu. Kto zatem ma tu rację i dlaczego w ogóle ktokolwiek przy zdrowych zmysłach miałby chcieć zapłacić za uncję złota więcej, niż wynosi koszt jej wydobycia powiększony o marżę sprzedawcy?

Kłopotliwe w wycenie są także inne aktywa o wartości uzależnionej od aktualnego nastroju kupujących. Jak bowiem można określić uczciwą wartość jednego bitcoina? Dlaczego w 2017 roku bitcoin kosztował 1000 USD, ale w 2018 już 20 000 USD, a w 2019 roku – 3500 USD? W chwili, w której piszę ten akapit, bitcoin kosztuje 10 000 USD, lecz gdy będziesz go czytał, ta cena z pewnością będzie już zupełnie inna – może 3000 USD, a może 30 000 USD. Pytanie brzmi: która z owych kwot jest, była lub będzie uczciwa i jaka jest ta rzeczywista wartość wewnętrzna jednej wirtualnej monety?

A uczciwa wartość odnalezionych po latach nut, które wyszły spod ręki Jana Sebastiana Bacha? Uczciwa wartość obrazu? Wartość butelki wina? Zabytkowego samochodu? Miedzi? Kobaltu? Aktualna cena wymienionych aktywów jest taka, jaką zgadza się za nie w konkretnym momencie zapłacić konsument, klient, odbiorca czy cały rynek, rozumiany jako zbiór wszystkich tych osób. Niemniej cena

transakcyjna nie ma nic wspólnego z wartością danego przedmiotu. Cenę transakcyjną ustalają sentyment (nastroj), reklama, marketing szeptany, pozytywne lub negatywne *public relations*, opinie autorzytów, a przede wszystkim cenę transakcyjną złota czy bitcoina ustala ton informacji w wieczornych wiadomościach i w porannej prasie. Jednak nie znając uczciwej wartości danego produktu, nie potrafimy stwierdzić, czy aktualna cena transakcyjna jest uzasadniona, czy może jej obecna wysokość stanowi wyłącznie wytwór zbiorowego szaleństwa, paniki, chciwości, strachu lub euforii albo rodzącego się właśnie nowego paradygmatu.

To spory problem, bo nie istnieje sposób, żeby wyliczyć i określić uczciwą wartość towaru, który nie generuje żadnych przepływów gotówkowych. W takich przypadkach aktualną wartość ustalają popyt i podaż, które z kolei zależą od tylu zmiennych i rozproszonych czynników, że szalenie trudno byłoby próbować je skutecznie prognozować. Sprawiedliwą wartość wyrażoną w walucie można przypisać wyłącznie towarowi, który również generuje jakieś jednostki tej samej waluty. Złoto, bitcoin, obraz ani miedź nie wywołują przepływu waluty, a więc nie istnieje sposób pozwalający określić ich bezwzględną, rzeczywistą, uczciwą czy wewnętrzną wartość (niezależnie od tego, którym z synonimów ją nazwiemy). Towary niegenerujące przepływów gotówkowych są w danej chwili warte tylko tyle, ile konsumenci decydują się za nie zapłacić. Problem w tym, że zdanie konsumentów potrafi się zmieniać z minuty na minutę, a zachowania tłumu nie da się przewidzieć. To, czy cena bitcoina pójdzie do góry, czy w dół, zależy od zbyt wielu różnych czynników przeobrażających się w czasie oraz od tego, jak na te czynniki zareaguje zbiorowość ludzka. Chcąc więc w zdroworozsądkowy sposób zainwestować dzisiaj w bitcoina, złoto lub miedź, przede wszystkim musielibyśmy ustalić, jaka jest uczciwa cena interesującego nas towaru, a następnie odnieść tę wartość do aktualnej giełdowej ceny transakcyjnej, żeby zdecydować, czy mamy tu do czynienia z okazją

inwestycyjną, czy też nie. Zasada dotycząca zarabiania pieniędzy, nie tylko na giełdzie, brzmi zawsze tak samo: kupić tanio, sprzedać drogo. To zadanie będzie jednak zupełnie niewykonalne w środowisku, w którym nie istnieje sposób na określenie, co w przypadku danego towaru oznacza „drogo”, a co oznacza „tanio”. Na szczęście z akcjami jest inaczej.

Każda spółka giełdowa generuje jakieś przychody. Większość spółek generuje także zysk netto, za którym idą wpływy realnej gotówki na konta firmy. Całkiem sporo przedsiębiorstw część tej gotówki przeznacza później na wypłatę dywidendy swoim akcjonariuszom. Każda z powyższych wartości (przychody, zyski, przepływy, dywidendy) wyrażona jest w tych samych jednostkach co cena transakcyjna akcji spółki na giełdzie publicznej. To znacznie ułatwia zadanie polegające na określeniu, jaka cena za akcję w przypadku konkretnej spółki będzie ceną uczciwą. Nawet jeśli sformułowanie „uczciwa cena” można traktować dość subiektywnie, to porównywanie ze sobą wycen różnych akcji będzie już czynnością w pełni obiektywną. Dzieje się tak dlatego, że porównujemy wartości wyrażone w identycznych jednostkach. W dolarach amerykańskich płacimy bowiem za akcję firmy na giełdzie, ta akcja potem wypracowuje nam przychody i zyski także wyrażone w dolarach, a następnie owe dolary wypłacane są w formie dywidendy. Dzięki temu możemy z łatwością wskazać, ile dolarów musimy zapłacić dzisiaj za jedną akcję spółki, która w przyszłości wygeneruje nam określoną część przychodów, zysków czy wypłaci dywidendę przypadającą na naszą akcję. Zadanie jest proste, bo porównujemy tu dolar z dolarem.

Weźmy za przykład hipotetyczny przypadek dwóch różnych spółek, ABC i CAB, których akcje kosztują dokładnie po 100 USD za sztukę. Na pierwszy rzut oka można stwierdzić, że skoro oba papiery kosztują tyle samo, to obie akcje też są tyle samo warte. Jednak takie wnioskowanie jest błędem. W rzeczywistości należałoby bowiem

sprawdzić, co dostajemy w zamian za swoje zainwestowane 100 USD. Gdyby okazało się, że spółka ABC wypracowuje 50 mln USD przychodów rocznie i 10 mln USD zysku, a w dodatku wypłaca 2 USD dywidendy na jedną akcję, podczas gdy spółka CAB wypracowuje 100 mln USD przychodów, 20 mln USD zysków i wypłaca 4 USD dywidendy na akcję, to szybko stanie się jasne, że akcje firmy CAB są dwa razy więcej warte niż akcje firmy ABC, bo otrzymujemy w zamian dwa razy więcej świadczeń ze strony spółki.

Inną kwestią jest już rozstrzygnięcie, czy akurat 100 USD za taką akcję stanowi uczciwą cenę, ale tym zajmiemy się w dalszej części książki. Na obecnym etapie jednak z całą pewnością możemy stwierdzić, że gdybyśmy mieli wybierać, na co wydać nasze 100 USD, to zdecydowanie wolelibyśmy kupić na giełdzie akcje firmy CAB niż firmy ABC, ponieważ w takim wypadku za identyczną cenę dostaniemy dwa razy więcej korzyści. Dokonanie owego porównania i wnioskowania jest możliwe, gdyż zestawiamy tu koszt i korzyść wyrażone w tych samych jednostkach walutowych, dzięki czemu mamy jakiś punkt odniesienia.

Punkt odniesienia będzie potrzebny zawsze, żeby oszacować, czy akcje są drogie, czy tanie, sama ich aktualna cena na giełdzie nie ma bowiem zupełnie żadnego znaczenia. Nigdy nie można rozpatrywać zmiany ceny akcji na rynkach bez uświadomienia sobie kontekstu. Oceniając, czy dane akcje są tanie, czy drogie, nie należy brać pod uwagę samej ich ceny transakcyjnej, tylko należy postawić pytanie: co za tę cenę dostajemy w zamian?

Gdybym zapytał przypadkowe osoby spotkane na ulicy, czy 20 000 USD to dużo, większość pewnie odpowiedziałaby, że owszem, podana przeze mnie kwota jest duża. Jednak zastanówmy się nad tym. Pojęcia „dużo” i „mało” są pojęciami relatywnymi, co oznacza, że ich definicja będzie się zmieniała w zależności od punktu odniesienia. 20 000 USD za nowego mercedesa prosto z salonu firmowego to wcale nie byłoby dużo – można powiedzieć nawet,

że to wyjątkowa okazja. Jednak 20 000 USD za używaną pięcioletnią dacie logan z szemranego komisju na rogatkach miasta to już dość dużo. Dwa zupełnie różne wnioski, a mówimy tu przecież o tej samej kwocie. Znaczenie ceny zmienia się błyskawicznie, gdy tylko zmienimy punkt odniesienia. Natomiast sama cena akcji, bez punktu odniesienia, nie dostarcza inwestorowi żadnej wartości informacyjnej.

Problemów nastęrczają też niepoprawnie wybrane punkty odniesienia. Wielu inwestorów na przykład patrzy na historię notowań, do której porównuje aktualny kurs akcji. Jeśli dzisiejsza cena znajduje się powyżej średniej ceny z ostatniego okresu, to znaczy, że jest drogo; jeśli zaś aktualny kurs szoruje po dnie w oderwaniu od dawnego kursu, to znaczy, że akcje są tanie. Mamy tu jakiś postęp w rozumowaniu, jednak takie założenie niestety również okazuje się błędne. Bardzo błędne.

Wyobraźmy sobie akcje firmy XYZ, które rok temu kosztowały 50 USD, a teraz kosztują 100 USD. Czy uzasadnione będzie stwierdzenie, że akcje są dzisiaj dwa razy droższe niż przed rokiem? Na pierwszy rzut oka – tak, ale co w przypadku, gdy przez ten rok przychody, zyski i dywidendy wypłacane przez spółkę wzrosły pięciokrotnie? Czy w takiej sytuacji można powiedzieć, że akcje są dwukrotnie droższe, skoro za dwa razy wyższą cenę dostajemy pięć razy więcej świadczeń? Co jeśli rok temu firma generowała 2 USD zysku na akcję, a dzisiaj generuje 10 USD zysku przypadającego na jedną akcję? Kiedyś, zapłaciwszy 50 USD za akcję, inwestorzy nabywali uprawnienie do otrzymania 2 USD zysku, mówiąc inaczej: musieli zapłacić 25 USD za 1 USD zysku. Teraz muszą zapłacić 100 USD za akcję (dwa razy więcej), ale ta akcja generuje im aż 10 USD zysku, czyli obecnie płacą tylko 10 USD za 1 USD zysku. Ponad dwukrotnie mniej. Można więc śmiało stwierdzić, że pomimo iż cena transakcyjna akcji w ciągu roku wzrosła o 100%, w rzeczywistości akcje są dwa razy tańsze, niż były przed rokiem!

Tę prawidłowość widać bardzo dobrze na przykładzie zachowania się kursów akcji dynamicznych spółek w rodzaju Amazona czy Google'a, których cena na rynku nieustannie od lat pnie się do góry w dwucyfrowym tempie rocznie. Wielu postronnych obserwatorów nie może się nadziwić, jak to możliwe, że cały czas znajduje się na giełdzie tylu naiwnych inwestorów, którzy są skłonni płacić za akcje takich spółek coraz więcej i więcej. Jednak ci inwestorzy wcale nie są naiwni – oni po prostu płacą za akcje coraz więcej, ponieważ coraz więcej przychodów i zysków dostają w zamian.

Jeśli rozpatrujemy wyłącznie zmianę ceny akcji na giełdzie, nigdy nie będziemy mieli pełnego obrazu sytuacji. Sama zmiana ceny oraz jej wysokość nie mają absolutnie żadnego znaczenia, dopóki nie zadamy pytania, co otrzymujemy za tę cenę. W przypadku akcji zaś jedyne, co możemy dostać w zamian za kupno udziałów, to partycypacja w przychodach spółki, które następnie odpowiadają za wygenerowanie zysku, który z kolei często przekłada się na wypłatę dywidendy. Dopóki wartości te wyrażane są w identycznych jednostkach (w jakiejś walucie), dość łatwo można określić wartość rzeczywistą (czy inaczej: wewnętrzną) akcji, ponieważ gdzieś istnieje granica tego, ile dolarów jesteśmy w stanie zapłacić za akcję, która w zamian przyniesie nam konkretną liczbę dolarów w formie zysku czy dywidendy⁸. Cały trik polega tu na tym, że dolara, którego musimy zapłacić dzisiaj, porównujemy z dolarem, którego otrzymamy w przyszłości.

W przypadku innych instrumentów finansowych (złoto, kryptowaluty, surowce) jest to niemożliwe. Co bowiem dostajemy w zamian za uncję złota? Przecież złoto nie generuje żadnych przepływów

⁸ Granica tego, ile dolarów dzisiaj inwestor może (powinien chcieć) jeszcze zapłacić za określoną liczbę dolarów w przyszłości, jest ruchoma i zmienia się w czasie, ponieważ wpływają na nią czynniki zewnętrzne, takie jak wysokość aktualnych stóp procentowych czy poziom inflacji. Rozwinięciem tego zagadnienia zajmiemy się w kolejnych rozdziałach.

gotówkowych. Niektórzy tłumaczą się, że kupując uncję złota, kupują sobie poczucie bezpieczeństwa. Na poziomie psychologicznym takie podejście jest oczywiście uzasadnione, ale na poziomie ekonomicznym – jak możemy wyliczyć, ile dolarów rzeczywiście warta jest jednostka „poczucia bezpieczeństwa”? Można to zrobić wyłącznie na podstawie subiektywnych odczuć czy emocji, a wszędzie tam, gdzie pojawiają się subiektywne odczucia i emocje, trudno mówić o zawodowym handlowaniu na rynkach finansowych⁹.

Nie chcę przez to powiedzieć, że w profesjonalnym portfolio inwestycyjnym nie ma miejsca na surowce czy na metale szlachetne. Chcę przez to powiedzieć, że już w przypadku towarów przemysłowych bardzo trudno jest oszacować ich realną wartość, a w przypadku innych aktywów, które nie znajdują masowego zastosowania w przemyśle (złoto, kryptowaluty), okazuje się to praktycznie niemożliwe. Gdy zaś nie znamy ich rzeczywistej wartości, cały proces „inwestowania” przypomina błędzenie we mgle.

Dlaczego akcje rosną?

Inwestycja w akcje na tle inwestycji w inne aktywa wydaje się dość kusząca, nie tylko pod kątem osiągalnych zwrotów, ale przede wszystkim z uwagi na możliwość oceny realnej wartości danego przedsiębiorstwa. Cena pojedynczej akcji na giełdzie to nic więcej niż (częstkowa) wartość kawałka przedsiębiorstwa. Po przemnożeniu ceny pojedynczej akcji przez liczbę akcji będących w obiegu

⁹ Swoją drogą, w przypadku złota trudno mówić o realnym poczuciu bezpieczeństwa, ponieważ jeśli ktoś kupił kruszec na przykład w 2011 roku, to do połowy 2019 roku (po ośmiu latach!) jego rynkowa wartość spadła o 20% i dopiero pandemia z 2020 roku pozwoliła mu wrócić do punktu wyjścia. Aczkolwiek złoto kupione tuż przed kryzysem w połowie 2008 roku dało przez dziesięć lat zarobić 64%, czyli arytmetycznie 6,4% rocznie. Ten rozrzut i niepewność rezultatów inwestycji podają jednak w wątpliwość tezę o „bezpiecznym instrumencie”.

otrzymujemy kapitalizację spółki, czyli jej wartość giełdową. Kapitalizacja firmy to kwota, którą musiałby dysponować inwestor, aby móc w określonym momencie skupić z giełdy wszystkie akcje tej konkretnej spółki. Załóżmy, że kapitalizacja pewnej firmy wynosi 100 mln i że znajduje się odważny, który postanawia skupić komplet akcji z rynku, gdyż zamierza dokonać tak zwanego wrogiego przejęcia. Załóżmy też, że to przedsięwzięcie mu się udaje. Rozważmy jednak najpierw, po co w ogóle ktokolwiek miałby chcieć skupować wszystkie akcje z rynku.

Po pierwsze, inwestor mógł uznać, że wartość realnych aktywów posiadanych przez spółkę przekracza kwotę 100 mln. Aktywami spółki mogą być linie produkcyjne, budynki, patenty, licencje, flota samochodów, towary już wyprodukowane, ale jeszcze nie sprzedane, gotówka w kasie i wszystkie inne przedmioty materialne, które razem składają się na wartość księgową przedsiębiorstwa. Jeśli inwestor wyliczył (lub po prostu sprawdził w sprawozdaniu finansowym), że rzeczywista wartość księgową firmy wynosi 150 mln, to bardzo dobrym pomysłem było skupienie kompletu jej akcji za łączną kwotę 100 mln, ponieważ teraz inwestor może zatrudnić likwidatora i rozprzedać aktywa spółki, żeby otrzymać za nie 150 mln gotówki. To oczywiście znaczne uproszczenie, ale klarownie oddaje powód, dla którego handlarz byłby zainteresowany zakupem akcji danej spółki. Sytuacja, w której kapitalizacja firmy na giełdzie (czyli jej aktualna wartość rynkowa) jest mniejsza niż wartość sumy jej realnych aktywów (czyli wartość księgową przedsiębiorstwa), może stanowić dogodną okazję inwestycyjną.

W prawdziwym świecie takie sytuacje w przypadku dobrych spółek rzadko trwają przez dłuższy czas, lecz w krótkich okresach występują dość często. Dzieje się tak, ponieważ za aktualną cenę akcji na giełdzie, czyli za kapitalizację firmy, nie odpowiadają księgowi ani dyrektorzy finansowi, ani nawet żadne racjonalne czynniki, tylko – mówiąc wprost – tłum. Cenę akcji w danym momencie kształtuje

ogół inwestorów, złożony z funduszy emerytalnych czy hedgingowych, banków inwestycyjnych oraz z klientów indywidualnych, którzy przekazali pieniądze do swoich funduszy lub obracają nimi na giełdzie na własny rachunek. Tłum zaś poddaje się emocjom i sentymentowi, a czasem nawet wpada w panikę. Tłum potrafi sprowadzić cenę giełdową akcji do absurdalnie niskich poziomów bez żadnego specjalnego powodu. W świecie niemal idealnej korelacji raz po raz zdarzają się sytuacje, w których dobre akcje będą spadały tylko dlatego, że spada cały rynek. Często nie ma to nic wspólnego z kondycją konkretnej spółki. Inwestorzy generalnie przesadzają ze swoimi reakcjami, a prawda ta działa w obie strony – zarówno w dół, jak i w górę. Jeśli spółka ogłasza spadek zysków o 3%, akcje mogą spaść o 30% w ciągu tygodnia, chociaż taki spadek wartości firmy nie jest niczym uzasadniony, ponieważ – zgodnie z regułami matematyki – jeśli obecnie w zamian za jedną akcję dostajemy zyski mniejsze o 3%, to wartość akcji również powinna spaść o 3%. Nic z tych rzeczy.

Tłum opiera się na sentymencie. Kiedy jednostka widzi, że tłum biegnie w danym kierunku – biegnie razem z nim. Dlatego cena akcji na giełdzie w krótszych interwałach czasowych potrafi być bardzo mocno oderwana od realnej wartości owej akcji, przez co początkującym inwestorom giełda może wydawać się nieco frustrująca. Natomiast z punktu widzenia zawodowego inwestora nie ma na rynku niczego lepszego, ponieważ tylko w takich niedorzecznych sytuacjach rozsądny handlarz ma szansę kupić dobre akcje po przyzwoitej cenie. Gdyby rynek był efektywny – czyli gdyby przez cały czas uczciwie i adekwatnie wyceniał wszystkie akcje – to na giełdzie nie mielibyśmy czego szukać, bo nie istniałoby coś takiego jak „okazja”. Jedynym sposobem, żeby cokolwiek tu zarobić, jest kupić tanio i sprzedać drogo. Mówiąc inaczej: na giełdzie trzeba szukać okazji. Gdyby zatem wszyscy handlujący zachowywali się w stu procentach racjonalnie i zawsze uczciwie wyceniali akcje, to

okazje inwestycyjne nigdy by się nie pojawiały. Reasumując: nieefektywność rynku i jego irracjonalne zachowania w krótszym okresie (tygodnie czy miesiące), pomimo że często są niesamowicie irytujące, tak naprawdę pozwalają zarabiać pieniądze doświadczonym inwestorom, którzy wiedzą, co robią, i potrafią zachować zimną krew, stając naprzeciw tłumowi.

Pozostaje jeszcze tylko pytanie, jak długo tego typu sytuacja, w której kapitalizacja spółki odstaje od jej wartości księgowej, będzie się utrzymywała na rynku. No cóż, to może być tydzień, może miesiąc, może rok. Wszystko zależy od sentymentu – nastawienia do rynku akcyjnego jako takiego. Jeśli jednak z firmą jest wszystko w porządku i nie mamy do czynienia ze spółką, która stoi na krawędzi bankructwa, to prędzej czy później inwestorzy skuszą się na jej akcje. A sytuacja, w której fizyczne aktywa warte 150 mln możemy kupić za 100 mln, z pewnością stanowi interesującą okazję. Gdy więc optymizm inwestorów co do rynku znowu zacznie rosnąć, razem z nim zacznie się podnosić kurs akcji, które do tej pory były niedowartościowane względem swojej wartości wewnętrznej. Nie ma w tym żadnej magii i nie potrzeba tutaj żadnych matematycznych wskaźników. To odwieczne prawo handlu – jeśli coś jest dobre i tanie, to warto to kupić, aby później sprzedać drożej. Cała sztuka to nauczyć się analizować spółki w taki sposób, żeby móc w ciągu kilku chwil ocenić, czy w danym momencie akcje są tanie, czy drogie, a co ważniejsze, czy w ogóle nadają się one do zakupu.