

*Urszula Malinowska\**

## **ROLA ANALIZY FUNDAMENTALNEJ W WARUNKACH KRYZYSU**

### **1. WSTĘP**

Inwestorzy, którzy chcą dokonać w miarę optymalnej alokacji kapitału powinni zdobyć wiedzę o rynku kapitałowym i jego mechanizmach, pozyskać informacje o emitentach papierów wartościowych i umiejętnie z tych informacji korzystać.

Jednym z narzędzi wspomagających proces podejmowania decyzji inwestycyjnych jest analiza fundamentalna. Metoda ta umożliwia sklasyfikowanie papierów wartościowych pod względem ich atrakcyjności, przy czym dla inwestorów atrakcyjne są te walory, które są niedowartościowane przez rynek, czyli ich notowania giełdowe są niższe od ich rzeczywistej wartości.

Przydatność analizy fundamentalnej do oceny opłacalności inwestowania w akcje zależy od różnych czynników, wśród których istotną rolę odgrywa koniunktura rynkowa.

Dość powszechne jest przekonanie, że

(...) giełda jest odbiciem zdarzeń gospodarczych<sup>1</sup>.

Naturalna cykliczność rozwoju gospodarczego powoduje przepływ kapitału między sferą realną a rynkiem kapitałowym, co znajduje odzwierciedlenie w cyklu *hossa–bessa* na giełdzie. Z badań wynika, że najczęściej zmiana tendencji notowań giełdowych wyprzedza przejście gospodarki do kolejnej fazy cyklu koniunkturalnego<sup>2</sup>.

Zakres ostatniego kryzysu gospodarczego, czas jego trwania i przewidywane skutki uzasadniają przeprowadzenie krytycznej oceny mechanizmów funk-

---

\* Dr hab., profesor nadzwyczajny, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

<sup>1</sup> W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1997, s. 298.

<sup>2</sup> *Ibidem*, s. 298.

cjonowania rynku kapitałowego oraz metod wykorzystywanych do analizy opłacalności inwestowania na tym rynku.

Celem artykułu jest odpowiedź na pytanie o skuteczność analizy fundamentalnej w okresie kryzysu. Zrealizowanie tego zadania wymagało przeprowadzenia analizy wpływu uwarunkowań zewnętrznych na proces wyceny dochodowej przedsiębiorstwa. Sens analizy fundamentalnej polega bowiem na porównaniu wewnętrznej wartości akcji z ich ceną rynkową, a obydwie te parametry są uzależnione od stanu gospodarki.

## 2. ISTOTA ANALIZY FUNDAMENTALNEJ

Głównym kryterium alokacji posiadanych przez potencjalnych inwestorów środków jest oczekiwana stopa zwrotu przy określonym, akceptowanym przez nich, poziomie ryzyka. Wysokość stopy zwrotu można stosunkowo łatwo określić dla papierów przynoszących stały, z góry ustalony dochód. Jeśli jednak inwestuje się w akcje to nie można być pewnym ani poziomu dywidend, ani zachowania się kursów akcji w przyszłości. Sukces mogą osiągnąć tylko ci, którzy zdobędą wiedzę na temat czynników powodujących ruch cen akcji. Czynników tych jest wiele, a siła ich oddziaływania jest zmienna w czasie. Można je jednak ująć w dwie grupy<sup>3</sup>.

Pierwszą tworzą czynniki decydujące o sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki oraz możliwościach jej rozwoju i dlatego nazywane są fundamentalnymi. Drugą grupę stanowią czynniki określane jako giełdowe, gdyż dotyczą sytuacji na rynku papierów wartościowych. Czynniki fundamentalne są przedmiotem zainteresowania tych inwestorów, którzy uważają, że kształtowanie się cen akcji jest pochodną wartości przedsiębiorstwa<sup>4</sup>. Nie ma jednak wątpliwości, że weryfikatorem każdej wyceny jest rynek. Popyt i podaż zgłaszane na dany walor na giełdzie są wypadkową nie tylko tych racjonalnych przesłanek, ale również takich czynników jak nastroje giełdowe, okresowe mody na papiery określonych firm oraz zachowania spekulacyjne inwestorów, nastawionych na szybką realizację zysków. Nawet na dojrzałych rynkach zdarza się, że optymistyczne nastroje inwestorów, oderwane od rzeczywistości, prowadzą do przewartościowania akcji. Mimo, że kończy się to prędzej czy później spadkiem notowań to nie można abstrahować od wpływu czynników giełdowych na kursy akcji.

Indywidualne korzyści inwestorów zależą nie tylko od tego, jakich spółek papiery zakupią, ale również w jakim momencie dokonają transakcji kupna – sprzedaży. Jednym z najbardziej znanych i jednocześnie najstarszych narzędzi

<sup>3</sup> T. Jaworski, *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym. Teoria impulsu*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1999, s. 117.

<sup>4</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2007, s. 219.

ułatwiających dokonanie tych wyborów jest analiza fundamentalna. Pozwala, bowiem na ocenę atrakcyjności lokowania kapitału w akcje konkretnej spółki giełdowej.

W literaturze przedmiotu istnieje zgodność co do definicji, zakresu oraz celów analizy fundamentalnej. Zazwyczaj definiuje się ją jako proces poszukiwania rzeczywistej (zwanej wewnętrzną) wartości akcji, polegający na badaniu wszystkich czynników, które w istotny sposób mogą wpływać na przyszłe dochody i dywidendy spółek. Fundamentami wartości akcji są: otoczenie przedsiębiorstwa, wywierające silny wpływ na jego funkcjonowanie oraz sytuacja wewnętrzna firmy<sup>5</sup>. Zdaniem analityków fundamentalnych wnikliwa analiza makro- i mikroekonomiczna pozwala na identyfikację spółek, które charakteryzują się dużym potencjałem wzrostu dochodów. Dokonuje się tego poprzez analizę odchyień wewnętrznej wartości akcji od wartości rynkowej. Podstawowym założeniem analizy fundamentalnej jest bowiem przyjęcie, że w krótkim okresie rynek nie zawsze potrafi dostrzec rzeczywistą wartość spółki i dlatego między tymi wartościami mogą występować nawet duże rozbieżności<sup>6</sup>. Jednak w dłuższym horyzoncie czasu rynek dokonuje samoregulacji i cena będzie dążyć do poziomu wyznaczonego przez wewnętrzną wartość akcji. Metoda ta pozwala na zidentyfikowanie niedowartościowanych lub przewartościowanych spółek. Jeśli poziom bieżącego kursu giełdowego jest niższy od wartości wewnętrznej akcji to oznacza, że walory tej spółki są niedoszacowane i w przyszłości ich ceny powinny wzrastać. Tego typu informacja stanowi sygnał do nabywania tych walorów. Z kolei odwrotna sytuacja, gdy kurs akcji przewyższa wartość wewnętrzną powinna stanowić zachętę do sprzedaży akcji i zrealizowania zysków z inwestycji, gdyż w przyszłości można oczekiwać spadku notowań. Ta cecha analizy fundamentalnej decyduje o przydatności tej metody do oceny opłacalności inwestycji średnio- i długoterminowych.

### 3. PROCEDURA PRZEPROWADZANIA ANALIZY FUNDAMENTALNEJ

Analiza fundamentalna opiera się na badaniach prowadzonych w trzech obszarach: makro-, mezo- i mikroekonomicznym. Taki trójpoziomowy zakres tej metody umożliwia uzyskanie odpowiedzi na następujące pytania:

- Czy stan rynku uzasadnia lokowanie kapitału w akcje?
- W jaką branżę należy inwestować?

<sup>5</sup> M. Czekala, *Analiza fundamentalna i techniczna*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1997, s. 92–93.

<sup>6</sup> W. Tarczyński, *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 2002, s. 21–22.

– Które przedsiębiorstwa w danej branży mają najlepsze perspektywy rozwoju?

Inwestor rozważając opłacalność inwestycji w akcje konkretnej spółki nie może ograniczyć się do badania samego emitenta. Musi się też skupić na analizie jego otoczenia, gdyż to w nim rodzą się zarówno niepowodzenia, jak i sukces. Aby właściwie zinterpretować sygnały nadawane przez otoczenie trzeba uwzględnić odmiennosc dwóch jego segmentów, tj. makrootoczenia oraz otoczenia konkurencyjnego. Cechą makrootoczenia jest to, że bardzo silnie określa warunki działania i rozwoju przedsiębiorstw, ale nie mają one możliwości aktywnego oddziaływania na nie. Natomiast otoczenie konkurencyjne jest łatwiejsze do obserwacji. W jego skład wchodzi podmioty, które mają z przedsiębiorstwem powiązania kooperacyjne lub konkurencyjne.

Analiza fundamentalna ma szeroki zakres przedmiotowy i czasowy. Obejmuje bowiem różnorodne prace, odnoszące się do badania przeszłości i teraźniejszości oraz przygotowania scenariuszy przyszłości. Zwykle przebiega w pięciu etapach. W ramach badania otoczenia przeprowadza się analizę makroekonomiczną i analizę branży. Kolejne dwa etapy dotyczą oceny sytuacji wewnętrznej spółki i obejmują analizę sytuacyjną oraz finansową przedsiębiorstwa. Finalną fazą analizy fundamentalnej jest wycena spółki, prowadząca do oszacowania wewnętrznej wartości akcji.

Analiza makroekonomiczna ma ogromne znaczenie dla prawidłowego oszacowania wartości spółki. Dzieje się tak z dwóch powodów. Po pierwsze, kondycja gospodarki w dużej mierze determinuje zdolność przedsiębiorstw do generowania dochodów. Po drugie, zmienność aktywności gospodarczej ma wpływ na kluczowy dla wyceny spółki parametr, jakim jest oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu, będąca zarazem dla firmy kosztem kapitału.

Istotnym aspektem badania makrootoczenia jest zebranie argumentów uzasadniających założenia odnośnie do tempa wzrostu sprzedaży branży. Warunki makroekonomiczne mogą wpływać na branże oddziałując na poziom sprzedaży i/lub na jej strukturę<sup>7</sup>.

Analiza zależności między sprzedażą branży a wskaźnikami makroekonomicznymi stanowi jedynie punkt wyjścia do oceny perspektyw jej rozwoju. Podstawą przewidywania przyszłych dochodów branży jest ocena stopnia nasycenia rynku oraz elastyczności cenowej popytu.

Elementem analizy branży jest także badanie sił konkurencyjnych, które oddziałują na jej atrakcyjność. Stopień oddziaływania tych sił na konkretną spółkę zależy przede wszystkim od jej pozycji konkurencyjnej i efektywności działania. Obydwa zagadnienia stanowią przedmiot zainteresowania kolejnych etapów analizy fundamentalnej.

<sup>7</sup> S. Z. Benninga, O. H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 156.

Analiza sytuacyjna to ocena spółki na tle jej konkurentów. Chodzi o określenie miejsca jakie zajmuje ono w branży, gdyż od tego zależą jego możliwości zbytu i udział w rynku. W ramach tej analizy ocenia się, czy w okresie prognozy może nastąpić zmiana pozycji konkurencyjnej analizowanego przedsiębiorstwa. Przewidywanie wzmocnienia tej pozycji będzie skutkowało przyjęciem założenia, że sprzedaż firmy będzie rosła w tempie szybszym niż sprzedaż całej branży. Odwrotne założenie należałoby przyjąć w sytuacji gdyby pozycja konkurencyjna spółki miała ulec pogorszeniu.

Analiza sytuacyjna zajmuje się głównie czynnikami pozafinansowymi. Natomiast czynniki finansowe rozpatrywane są w ramach analizy finansowej. Jej wyniki dają podstawę do stwierdzenia czy spółka ma zdolność do kontynuowania działalności i generowania w przyszłości dochodów. Poza tym, analiza finansowa dostarcza argumentów przemawiających za przyjęciem określonych założeń w procesie szacowania wewnętrznej wartości akcji.

Analiza kondycji finansowej przedsiębiorstwa ma charakter kompleksowy i dotyczy badania rezultatów osiągniętych w różnych obszarach jego działalności. Standardowy zestaw rozpatrywanych zagadnień obejmuje analizę stanu majątku i źródeł jego finansowania, ocenę sprawności procesu produkcji i sprzedaży w oparciu o mierniki wyniku finansowego oraz ocenę sprawności gospodarki pieniężnej na bazie strumieni kasowych, a także badanie płynności finansowej i efektywności gospodarowania.

Porównanie osiągnięć spółki z wynikami uzyskanymi przez jej konkurentów pozwala na obiektywizację oceny, gdyż na wiele relacji ekonomicznych wpływa specyfika branży. Z kolei badanie dynamiczne, polegające na obserwacji zmienności wskaźników, prowadzi do wyznaczenia trendów, które mogą być podstawą prognozowania parametrów decydujących o wartości dochodowej przedsiębiorstwa.

#### **4. TRUDNOŚCI Z SZACOWANIEM WEWNĘTRZNEJ WARTOŚCI AKCJI W OKRESIE KRYZYSU**

Finalnym zadaniem analizy fundamentalnej jest określenie wewnętrznej wartości akcji, wobec tego proces wyceny spółki nabiera szczególnego znaczenia. Z uwagi na niejednoznaczność postrzegania kategorii wartość przedsiębiorstwa i różnorodność czynników na nią oddziałujących, teoria i praktyka wypracowały wiele metod wyceny. Pozwalają one na ocenę wartości z różnych punktów widzenia i dlatego uzyskane wyniki są najczęściej rozbieżne. W tej sytuacji istotną kwestią jest dobór właściwej metody szacowania wartości dostosowanej do celu wyceny. W przypadku analizy fundamentalnej wybór ten jest z góry przesądzony, co wynika z definicji wewnętrznej wartości akcji. Najbardziej wła-

ściwą metodą oszacowania tej wartości jest metoda dochodowa, ponieważ to dochód generowany przez spółkę jest wyznacznikiem korzyści, jakie może osiągnąć inwestor lokujący swój kapitał w jej akcje.

Metody dochodowe oparte są na założeniu, że o wartości przedsiębiorstwa decydują przyszłe dochody i inne subiektywne korzyści, jakie inwestor może uzyskać z tytułu praw własności. Ich zaletą, zwłaszcza gdy za miernik dochodowości przyjmuje się saldo przepływów pieniężnych, jest możliwość uwzględnienia wielu czynników fundamentalnych decydujących o możliwościach rozwoju przedsiębiorstwa. Niestety uzyskana w wyniku zastosowania tych metod wartość dochodowa jest obciążona dużą dozą niepewności i subiektywizmu.

Podstawowym modelem wyceny dochodowej jest formuła dwufazowa, zgodnie z którą wartość przedsiębiorstwa określają dwa elementy: zaktualizowana wartość dochodów uzyskanych w okresie prognozy oraz zdyskontowana wartość rezydualna, wyrażająca tę część wartości przedsiębiorstwa, która powstaje poza horyzontem prognozy. Sens podziału strumienia dochodów na dwie części polega na tym, że w każdym z okresów można zastosować odmienne metody liczenia. I tak dochody osiągnięte w okresie prognozy są szacowane na bazie szczegółowego planu. Natomiast dla okresu wybiegającego poza horyzont prognozy (zwanego okresem kontynuacji) przyjmuje się procedury uproszczone. Przyczyną jest narastająca wraz z upływem czasu niepewność prognozowania.

S. Z. Benninga i O. H. Sarig uważają, że:

(...) należy konstruować szczegółowe prognozy pro-forma tak długo, jak długo można wyróżnić cechy charakterystyczne dla poszczególnych lat<sup>8</sup>.

Przyszłość jest zawsze nieznaną. Dlatego centralnym problemem prognozowania dochodów jest odpowiedź na pytanie o to, czy przyszły rozwój przedsiębiorstwa będzie kontynuacją tego, co się w nim działo w latach ubiegłych. Jeśli da się uzasadnić, że przyszłość będzie zdeterminowana przez przeszłość, prognozę można oprzeć na ekstrapolacji trendów z lat ubiegłych. Wówczas subiektywizm analityka sporządzającego wycenę jest ograniczony. Odmierna sytuacja wpływa negatywnie na wiarygodność prognozy. Wycena zależy wówczas w ogromnym stopniu od poglądów i ocen analityka oraz od tego, czy jego wizja przyszłości jest optymistyczna czy pesymistyczna.

Świadomość złożoności prognozowania jest powszechna. Dlatego w literaturze przeważają takie poglądy, jak przykładowo B. Cornella, który pisze:

Niestety nie istnieją żadne określone reguły, które mówiłyby, w jaki sposób prognozy te miałyby być dokonane<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> *Ibidem, op. cit.*, s. 502.

<sup>9</sup> B. Cornell, *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*, LIBER, Warszawa 1999, s. 111.

Podobnie sądzą T. Copeland, T. Koller i J. Murrin, według których

(...) prognozowanie finansowych wyników firmy jest w najlepszym przypadku tylko opinią opartą na cząstkowej wiedzy<sup>10</sup>.

Kryzys pogłębił trudności związane z przygotowaniem projekcji dochodów spółek ze względu na wzrost niepewności a także niestabilność otoczenia. Zakres wycen opartych na ekstrapolacji trendów historycznych w tej sytuacji drastycznie się zawęził. W dodatku nie wiemy, kiedy kryzys się skończy i jak będzie wyglądać globalna gospodarka po jego zakończeniu. Znamienne są w tym względzie poglądy J. E. Stiglitz, który pisze:

(...) obecne załamanie koniunktury będzie dłuższe i głębsze niż by być mogło (...) zastanawiam się także nad tym, jaki świat wyłoni się po tym kryzysie. Powrotu do świata takiego, jakim był wcześniej, nie może być i nie będzie<sup>11</sup>.

Przede wszystkim nie ma zgodności co do oceny metod walki z kryzysem. Finansowa pomoc państwa dla zagrożonych banków, a także niektórych branż ma bowiem nie tylko pozytywne konsekwencje. Pociąga bowiem za sobą wzrost deficytu budżetowego. Załamanie gospodarcze ulega co prawda spłyceniu, ale będzie trwało dłużej, gdyż należy liczyć się z kolejnymi falami kryzysu.

Polska przechodzi przez ten okres stosunkowo łagodnie. Nie zanotowano jeszcze spadku PKB, ale spowolnienie gospodarcze jest faktem. Takie uwarunkowania zewnętrzne jak spadek popytu, wzrost kosztu pieniądza, rosnące ceny surowców (zwłaszcza ropy naftowej), czy zmienność kursu walutowego, wywierają ogromny wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstw. W wyniku tego rośnie nieprzewidywalność ich przyszłości, co stawia pod znakiem zapytania możliwość opracowania realnych prognoz rozmiarów sprzedaży, kosztów, wyników finansowych, a także rozmiarów i struktury inwestycji w majątek trwałe i obrotowy.

Wyrazem bezradności analityków w tej sytuacji jest tworzenie prognoz zachowawczych, opartych na założeniu, że dotychczasowy kierunek działań przedsiębiorstwa będzie kontynuowany, ale z określonymi zmianami, uzasadnionymi wpływem czynników i zjawisk, które można w momencie wyceny (lepiej lub gorzej) przewidzieć<sup>12</sup>. Podejście takie pozwala oprzeć wnioskowanie na danych z ubiegłego okresu, a konstrukcję prognozy na skorygowanych trendach. Nie gwarantuje to trafności projekcji dochodów firmy, ale ogranicza skalę popełnianych błędów i możliwości manipulowania wynikami wyceny.

<sup>10</sup> T. Copeland, T. Koller i J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 197.

<sup>11</sup> J. E. Stiglitz, *Freefall, jazda bez trzymanki*, PTE, Warszawa 2010, s. XVII.

<sup>12</sup> U. Malinowska, *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001, s. 74.

Newralgicznym parametrem wyceny dochodowej jest stopa dyskontowa. Jej poziom jest określony przez dwa elementy: wolną od ryzyka stopę procentową oraz wysokość premii za ryzyko.

Kryzys wywarł negatywny wpływ na ustalanie obydwu elementów. Jeśli chodzi o pierwszy składnik to powszechnie przyjmuje się, że należy brać pod uwagę oprocentowanie papierów rządowych, gdyż nie jest z nimi związane ryzyko niewypłacalności. Są one jednak obciążone ryzykiem wzrostu stóp procentowych i związanych z tym strat kapitałowych. Ryzyko to dotyczy głównie długoterminowych papierów wartościowych, a właśnie oprocentowanie długoterminowe jest bardziej dostosowane do horyzontu czasowego prognozy dochodów. Mimo to papiery Skarbu Państwa uznawane są za pewne, obciążone najmniejszym ryzykiem.

Obecny kryzys weryfikuje te ustalenia. W sytuacji gdy wiele krajów ma kłopoty z obsługą zadłużenia i wykupem papierów wartościowych można mieć wątpliwości, czy lokata w obligacje stanowi alternatywę w stosunku do innych inwestycji kapitałowych i czy to oprocentowanie tych papierów powinno wyznaczać minimalną stopę zwrotu z inwestycji w akcje spółek.

Już przed kryzysem procesy gospodarcze cechowały się zmiennością i nieliniowością, ale obecnie cechy te się spotęgowały. W tych warunkach jeszcze większego znaczenia nabiera staranność w oszacowaniu ryzyka i ceny za jego ponoszenie, czyli premii, o którą powiększa się stopę wolną od ryzyka. Nawet na stabilnym rynku jest to zadanie złożone i obarczone subiektywizmem. Kryzys poprzez kumulację wielu nierównowag<sup>13</sup> wpływa na wzrost ryzyka systematycznego, powiązanego z czynnikami makroekonomicznymi. A to właśnie ten rodzaj ryzyka decyduje o wielkości premii za ryzyko związane z inwestowaniem na rynku kapitałowym, gdyż ryzyko niesystematyczne, będące skutkiem oddziaływania czynników mikroekonomicznych może być istotnie zredukowane poprzez dywersyfikację portfela papierów wartościowych.

Walka z konsekwencjami załamania koniunktury prowadzi najczęściej do wzrostu zadłużenia krajów, a to z kolei tworzy zagrożenie inflacją, która powinna być uwzględniona w poziomie nominalnej stopy procentowej. Wymaga to jednak oszacowania oczekiwanej stopy inflacji, co jest zadaniem właściwie niewykonalnym. W gospodarce ustabilizowanej, gdy inflacja jest niska a wahania jej natężenia nieduże, oczekiwania inflacyjne inwestorów szacuje się na bazie średniej historycznej. W warunkach niestabilności takie podejście nie znajduje uzasadnienia. Przewidywanie stopy inflacji obarczone jest tak dużym ryzykiem błędu, że należy rozważyć, czy nie uzyska się lepszych rezultatów, jeśli wycena będzie oparta na prognozie dochodów wyrażonych w cenach stałych, do których zdyskontowania należy zastosować realną stopę procentową. Jednak rozwiąza-

<sup>13</sup> M. B o j a ń c z y k, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach niestabilności rynku kapitałowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, s. 184.



nie to ma także wiele wad, m. in. związanych ze zniekształceniem struktury kosztów<sup>14</sup>.

Jak z powyższego wynika kryzys ma dwie negatywne konsekwencje dla stopy dyskontowej. Po pierwsze, wzrost ryzyka prowadzi do wzrostu jej poziomu, a co za tym idzie do spadku wartości przedsiębiorstwa. Po drugie, rosnąca niepewność i zmienność warunków gospodarowania przyczyniają się do tego, że szacunek stopy dyskontowej staje się jeszcze mniej wiarygodny niż przed kryzysem, co zwiększa prawdopodobieństwo dokonania błędnej wyceny i podjęcia na tej podstawie nieopłacalnej decyzji inwestycyjnej.

Ustalenie wartości rezydualnej pozostaje w ścisłym związku z wyborem horyzontu szczegółowej prognozy. Im dłuższy będzie okres, na który przygotowuje się projekcję strumieni dochodów, czyli im później zastosuje się uproszczony model wyceny, tym mniejszy będzie udział wartości rezydualnej w łącznej wartości przedsiębiorstwa. A takie relacje między dwoma składnikami wartości dochodowej korzystnie wpływają na wiarygodność wyniku wyceny.

Kryzys poprzez zwiększenie niepewności prognozowania w naturalny sposób wymusza skrócenie horyzontu czasowego szczegółowych projekcji dochodów. Tym samym nasila się sprzeczność pomiędzy potrzebami uzyskania wiarygodnych wycen, a możliwościami przygotowania wieloletnich, dokładnych i sprawdzalnych prognoz<sup>15</sup>.

Kolejną kwestią, jaka wiąże się z poprawnością oszacowania wartości rezydualnej jest wybór formuły obliczeń. W praktyce najczęściej znajdują zastosowanie dwa modele tj. model oparty na rencie wieczystej oraz model Gordona. W pierwszym przypadku zakłada się, że w okresie kontynuacji przedsiębiorstwo będzie generować corocznie taką samą kwotę dochodów, jaką uzyskało w ostatnim roku prognozy. Natomiast model Gordona zakłada ciągły wzrost dochodów w stałym tempie. Trzeba zauważyć, że w wycenach przed kryzysem dominowało wykorzystanie modelu Gordona, chociaż, moim zdaniem, tylko bardzo ograniczona ilość polskich przedsiębiorstw spełniała kryteria uzasadniające przyjęcie założenia o stałym tempie wzrostu dochodów. Tym bardziej nierealne jest to założenie w okresie kryzysu. Wobec tego należy postulować zweryfikowanie dotychczasowego podejścia do szacowania wartości rezydualnej. Powinno wybierać się takie formuły, które zmniejszają jej udział w ogólnej wartości przedsiębiorstwa, a także stosować zróżnicowaną stopę dyskontową dla okresu prognozy i okresu kontynuacji. Wzrost ryzyka poza horyzontem prognozy uzasadnia wyższy poziom stopy dyskontowej.

Reasumując, w okresie kryzysu narastają trudności z w miarę wiarygodnym oszacowaniem wewnętrznej wartości akcji. Nieprzewidywalność przyszłości

<sup>14</sup> M. in. pozycja amortyzacji jest w strukturze dochodów wyrażonych w cenach stałych przewartościowana, a rola kosztów finansowych niedoszacowana, por. U. Malinowska, *op. cit.*, s. 231.

<sup>15</sup> M. Bojańczyk, *op. cit.*, s. 163.

ogranicza możliwość sporządzenia realnych prognoz dochodów przedsiębiorstwa, a niestabilność otoczenia potęguje trudności z oszacowaniem stopy dyskontowej i wartości rezydualnej. W tych warunkach szczególnego znaczenia nabiera analiza ryzyka, którą przeprowadza się najczęściej z wykorzystaniem analizy scenariuszy i/lub analizy wrażliwości. Pierwsza metoda polega na wariantowym szacunku wartości dochodowej. U jej podstaw leży założenie, że przedsiębiorstwo może rozwijać się w różny sposób, przy czym rozpatruje się co najmniej 3 scenariusze: bazowy, optymistyczny i pesymistyczny. Każdemu z nich przypisuje się określony stopień prawdopodobieństwa, co służy za podstawę określenia statystycznych miar ryzyka<sup>16</sup>.

Natomiast analiza wrażliwości pozwala na ocenę skali zmienności wartości dochodowej przedsiębiorstwa w reakcji na zmianę głównych parametrów wyceny, tj. stopy wzrostu sprzedaży, marży zysku operacyjnego, czy poziomu stopy dyskontowej.

Zaletą tych metod jest zwrócenie uwagi inwestorów na fakt, że nie ma jednej, obiektywnej wartości przedsiębiorstwa, a zatem wewnętrzna wartość akcji zawsze zawiera się w przedziale, który jednocześnie wyznacza zakres potencjalnych zysków bądź strat, jakie może przynieść dana inwestycja kapitałowa.

## 5. ZAKOŃCZENIE

Ostatni kryzys ekonomiczny jest pod wieloma względami specyficzny. Przede wszystkim jest to pierwszy kryzys w skali globalnej<sup>17</sup>. Dotknął nawet firmy o światowym zasięgu, chociaż wcześniej uważano, że są „zbyt duże – żeby upaść”<sup>18</sup>. Poza tym dotyczy zarówno sfery finansowej, jak i realnej.

Ekonomiści zwracają uwagę, że skutki kryzysu będą głębsze i bardziej dalekosiężne, niż wynikałoby to z typowej cykliczności gospodarki rynkowej. Należy liczyć się z długookresową destabilizacją rynków kapitałowych. Konstatacja tego faktu uzasadnia konieczność przeprowadzenia krytycznej oceny teorii związanych z funkcjonowaniem tego rynku oraz ich konfrontację ze zmienioną rzeczywistością. Zatem także na rolę analizy fundamentalnej w procesie oceny opłacalności inwestycji kapitałowych należy spojrzeć krytycznie.

Można wskazać przynajmniej dwie przyczyny, które sprawiają, że ten rodzaj analizy w okresie kryzysu traci na znaczeniu. Po pierwsze, konsekwencją rosnącej niestabilności rynku kapitałowego jest skrócenie horyzontu inwestycyj-

<sup>16</sup> W. Rogowski, A. Michalczewski, *Zarządzanie ryzykiem w przedsięwzięciach inwestycyjnych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 101–105.

<sup>17</sup> S. Kowalczyk, *Globalizacja i kryzys*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2009, nr 2, s. 26.

<sup>18</sup> J. E. Stiglitz, *op. cit.*, s. 42.

nego. Tendencję tę potwierdzają obserwacje zachowań inwestorów oraz stosowanych przez nich strategii<sup>19</sup>. Natomiast analiza fundamentalna jest uważana za podstawę długoterminowej strategii lokowania kapitału w akcje. Po drugie, w warunkach kryzysu ze zdwojoną siłą ujawniły się ograniczenia w szacowaniu wewnętrznej wartości akcji.

Można więc postawić pytanie o sens przeprowadzania analizy fundamentalnej, zwłaszcza jeśli uwzględni się, że jest to proces pracochłonny i wymagający interdyscyplinarnej wiedzy. Moim zdaniem odpowiedź na to pytanie powinna być twierdząca.

Przede wszystkim głównym przesłaniem tej metody jest doprowadzenie do selekcji akcji spółek giełdowych pod kątem ich atrakcyjności. A to zadanie można zrealizować nawet wtedy, gdy szacunek wartości akcji nie będzie w pełni wiarygodny. Inwestorzy, bowiem powinni traktować tę wartość jako prawdopodobną, a nie jedynie możliwą (pewną) cenę, po jakiej akcje spółki będą notowane w przyszłości. Poza tym o atrakcyjności spółki powinien rozstrzygać jej potencjał rozwojowy, wynikający z elastyczności, rozumianej jako umiejętność szybkiego przystosowania się do otoczenia, w którym przebieg procesów ma charakter nieliniowy. Szczególnego znaczenia nabiera więc badanie jak analizowane przedsiębiorstwo zachowywało się w przeszłości, czy szybko następowła adaptacja do zmian rynkowych, czy zredukowano ryzyko operacyjne poprzez dywersyfikację oferty produktowej itp. Według W. Szymańskiego warunkiem sukcesu przedsiębiorstwa w epoce nieciągłości jest umiejętne zarządzanie zmianami. O zdolności do generowania dochodów decyduje dzisiaj nie tylko skłonność do innowacji, ale przede wszystkim zdolność do twórczej destrukcji<sup>20</sup>.

Oceniając znaczenie analizy fundamentalnej należy także pamiętać, że nie ma takiej metody analizy inwestycji kapitałowych, która gwarantowałaby uzyskanie satysfakcjonującej stopy zwrotu. Najważniejszym atutem analizy fundamentalnej jest to, że dostarcza informacji o emitentach, wskutek czego inwestowanie na giełdzie może być bardziej świadome. W sytuacji gdy nie jesteśmy w stanie przewidzieć przyszłości rośnie ranga intuicji, ale lepiej aby była to dobrze poinformowana intuicja<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> M. Bojańczyk, *op. cit.*, s. 63.

<sup>20</sup> W. Szymański, *Niepewność i niestabilność gospodarcza. Gwałtowny wzrost i co dalej?*, Difin, Warszawa 2011, s. 164.

<sup>21</sup> *Ibidem*, s. 22.

*Urszula Malinowska***THE ROLE OF A FUNDAMENTAL ANALYSIS  
DURING ECONOMIC CRISIS**

The aim of this study was to answer the question whether the fundamental analysis is useful in evaluation the profitability of investing in the capital market during the economic crisis. This method is based on a multi-step analytical process to estimate the intrinsic value of the shares. A comparison of this value to the current market price of shares shows whether they are over or underestimated by the market. The paper presents the scope of work required on the each stage of fundamental analysis. However, the key role plays the final stage, the valuation of a corporate income, because the crisis has had a negative impact on reliable estimations of the intrinsic value of the shares.

**Key words:** fundamental factors of forming the price of stock, profitability of investing on the capital market, competitive position of enterprises, ability to generate incomes, the intrinsic value of shares.