PRACE NAUKOWE AKADEMII EKONOMICZNEJ WE WROCŁAWIU
Nr 1061 2005
Praktyczne aspekty pomiaru efektywności

**Grzegorz Mikołajewicz**
Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

# ANALIZA FUNDAMENTALNA – PRODUKT CZY OPAKOWANIE?

## 1. Wstęp

Rozwój gospodarki rynkowej w Polsce po 1989 r. spowodował znaczny wzrost zainteresowania przedsiębiorstw analizą makro- i mikrootoczenia oraz analizą wnętrza spółek. Odejście od myślenia nakazowo-rozdzielczego związanego ze strukturalną nadwyżką popytu nad podażą spowodowało, że przedsiębiorstwa zaczęły zwracać uwagę nie tylko na sferę kosztową produkcji, ale także, a może nawet przede wszystkim, na dochodowość i możliwości sprzedaży swoich wyrobów na coraz bardziej konkurencyjnym rynku. Powyższe procesy, w połączeniu z koniecznością prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, przemianami kapitałowymi w sektorze przedsiębiorstw prywatnych (sprzedaż/kupno udziałów lub akcji, fuzje, podziały, likwidacje) oraz wdrażaniem do codziennej praktyki gospodarczej systemów zarządzania firmą przez wartość, spowodowały znaczny wzrost popytu na analizy fundamentalne podmiotów gospodarczych – analizy, których końcowym efektem jest sporządzona wycena przedsiębiorstwa.

O ile dużą popularnością w kręgach akademickich cieszy się w ostatnich latach problem „kreatywnej rachunkowości"[1], o tyle trudno jest znaleźć w dorobku nauk ekonomicznych publikacje dotyczące „fryzowania" wyników analizy fundamentalnej – wartości przedsiębiorstwa. O tym, że takie działania mogą mieć miejsce w praktyce gospodarczej, sugeruje chociażby fakt, że analiza fundamentalna musi siłą rzeczy opierać się na sprawozdaniach finansowych podmiotu wycenianego, do których, jak już wspominano, nie można podchodzić bezkrytycznie. Fakt, że nie zanotowano w sferze analizy fundamentalnej tak spektakularnych „osiągnięć", jakie zanotowała

[1] Por. szereg artykułów prezentowanych na stronach Krajowej Izby Biegłych Rewidentów – www.kibr.org.pl, jak i konferencjach naukowych, np. „Kreatywna rachunkowość w polskiej praktyce gospodarczej", Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 10-11 października 2002.

amerykańska firma Enron w zakresie „kreatywnej rachunkowości", nie może stanowić gwarancji, że metodologia i praktyka sporządzania analiz fundamentalnych jest wolna od tego rodzaju błędów czy zagrożeń.

Należałoby się zatem zastanowić, czy analiza fundamentalna spełnia pokładane w niej nadzieje – tzn. rzetelnie przedstawia mocne i słabe strony przedsiębiorstwa, szanse i zagrożenia płynące z otoczenia oraz prezentuje na ich podstawie obiektywną, długoterminową rekomendację inwestycyjną, wraz z podaniem realnej wartości przedsiębiorstwa.

## 2. Funkcje analizy fundamentalnej i przeprowadzanej w jej ramach wyceny

Analiza fundamentalna ma na celu wyznaczenie wartości przedsiębiorstwa na podstawie wszechstronnej analizy makrootoczenia oraz analizy branżowej połączonej z analizą wnętrza wycenianej spółki. U podstaw analizy fundamentalnej leży przekonanie o występowaniu silnych związków przyczynowo-skutkowych pomiędzy sytuacją ekonomiczną spółki a ceną jej akcji. Wycenę przedsiębiorstwa opiera się najczęściej na ocenie przepływów pieniężnych generowanych przez to przedsiębiorstwo (obrazujących jego potencjał rozwojowy), przy uwzględnieniu wielkości oraz struktury zainwestowanego kapitału i jego kosztu.

Analiza fundamentalna oraz sporządzona w jej ramach wycena spełniać ma następujące funkcje [Zarzecki 1999, s. 46-51]:

- doradczą/decyzyjną,
- informacyjną,
- argumentacyjną,
- zabezpieczającą.

Pierwsze dwie funkcje nie budzą specjalnych kontrowersji – ich celem jest bowiem dostarczenie danych, informacji potrzebnych kierownictwu przy podejmowaniu decyzji lub wykorzystywanych do oceny efektywności już podjętych działań. Coraz popularniejsze staje się, wspomniane już wcześniej, zarządzanie wartością – *value based management*. Jest to system zarządzania przedsiębiorstwem, w którym wszystkie decyzje podejmowane przez menedżerów – na szczeblu finansowym, inwestycyjnym, organizacyjnym itp. – są podporządkowane kreowaniu wartości dla akcjonariuszy. Mają zatem służyć maksymalizacji oczekiwanego strumienia przepływów przypadającego na jedną akcję, a tym samym powodować wzrost wielkości możliwych do osiągnięcia zysków kapitałowych.

Kolejne dwie funkcje, tj. funkcja argumentacyjna i zabezpieczająca, mogą wiązać się już jednak z wywieraniem presji przez zleceniodawców analizy/wyceny na sporządzających ją analityków.

Funkcja argumentacyjna analizy fundamentalnej polega na merytorycznym wsparciu w procesie negocjacji ceny kupna-sprzedaży przedsiębiorstwa lub w każdym innym przypadku, w którym występuje konflikt interesów. Strony transakcji mają już

na ogół sprecyzowane przedziały, w jakich powinna znaleźć się wartość wycenianego podmiotu, co więcej, będą one zainteresowane, by w przypadku kupującego wartość ta była jak najniższa, a w przypadku sprzedającego – jak najwyższa. Wycena może być także sporządzana w sytuacji, kiedy negocjacje dobiegły już końca i kompromis odnośnie do ceny został osiągnięty, jednak, na przykład ze względów prawnych, istnieje konieczność przedstawienia podbudowy merytorycznej co do zasadności przyjętej kwoty. Analityk może więc zostać postawiony przed koniecznością dokonania wyceny, której ostateczny wynik nie będzie znacząco odbiegał od wartości ustalonej już wcześniej.

Tak rozumiana funkcja argumentacyjna wiąże się bezpośrednio z funkcją zabezpieczającą analizy fundamentalnej. Wycena sporządzona przez „obiektywny i niezależny" podmiot (np. firmę konsultingową) ma stanowić swego rodzaju zabezpieczenie przed zarzutami, że transakcja została przeprowadzona z naruszeniem interesów którejś ze stron lub interesem osób trzecich. Innymi słowy, funkcja ta ma na celu ochronę spółki i jej kierownictwa przed ewentualnymi sporami na tle dokonywanych transakcji kupna-sprzedaży. Przy tej okazji przedsiębiorstwa często starają się wykorzystywać prestiż związany z marką konkretnej firmy konsultingowej, godząc się nawet na znacznie wyższe koszty wyceny (często nie do końca uzasadnione, biorąc pod uwagę warsztat wyceny), byle tylko ostateczny wynik sygnowany był przez renomowane, a zatem dające zarządowi poczucie bezpieczeństwa, firmy konsultingowe.

Nietrudno także zauważyć, że firmy konsultingowe zainteresowane są udaną współpracą z podmiotem, dla którego sporządzają wycenę, będą więc, w miarę możliwości, starać się spełnić jego oczekiwania – co może rodzić podejrzenie, że będą skłonne (oczywiście w pewnych granicach) zawyżyć lub zaniżyć wartość wycenianych składników w zależności od oczekiwań zleceniodawcy. Groźba ta jest o tyle zasadna, że proces wyceny przedsiębiorstw jest procesem wyjątkowo subiektywnym. Analityk już na samym wstępie zmuszony jest wyselekcjonować spośród niezliczonej ilości czynników, w tym także jakościowych, a zatem trudno mierzalnych, te, które jego zdaniem mają największy wpływ na wyniki osiągane przez spółkę. Później staje on natomiast przed problemem przypisania im odpowiednich wartości, wartości dotyczących nie tylko stanu obecnego, ale także oszacowania trendów na przyszłość.

Oczywiście istnieje jeszcze kwestia etyki, rzetelności oraz uczciwości samego analityka, autor artykułu nie bierze jednak pod uwagę celowego fałszowania i wypaczania danych o sytuacji spółki[2]. Jak zatem widać, istnieje relatywnie szeroki

[2] Kwestia etyki i rzetelności analityków jest sprawą bardzo ważną, świadczy o tym działalność wielu federacji i zrzeszeń analityków, chociażby polskiego Związku Maklerów i Doradców (członka EFAS – The European Federation of Financial Analysts' Societes – www.effas.com), który ma za zadanie propagowanie właściwych praktyk i postaw w pracy analityków i maklerów. Pomimo działalności tych instytucji nie wypracowano jeszcze powszechnie obowiązujących reguł i wymagań co do kompetencji analityka finansowego. Problem ten zauważa także B. Graham, prezentując pogląd, iż: „Obserwatorowi z zewnątrz

przedział wartości, jakie mogą przybierać poszczególne elementy składowe analizy, co musi przełożyć się na różnorodność i niejednoznaczność otrzymywanych wyników końcowych wycen.

## 3. Czym zatem jest analiza fundamentalna i sporządzana w jej ramach wycena?

Czy sporządzane przez firmy konsultingowe analizy fundamentalne, a w ich ramach wyceny przedsiębiorstw stanowią tylko opakowanie dla z góry już ustalonych wytycznych, tez zarządu, czy stanowią może alternatywę, nowe spojrzenie na spółkę – produkt, który na podstawie danych wewnętrznych przedsiębiorstwa oraz pochodzących z rynku ujawnia prawdziwy potencjał przedsiębiorstwa lub jego brak?

Fakt, że wartości tego samego przedsiębiorstwa uzyskane dzięki wielu różnym (zbliżonym nawet rodzajowo, np. DCF) wycenom nie są jednolite, a nawet znacząco od siebie odbiegają nie musi od razu oznaczać, że któraś z wycen została sporządzona nierzetelnie lub że analiza fundamentalna jest niewiarygodna jako narzędzie wyceny. Duża zmienność uzyskanych wyników może być bowiem, jak już wcześniej sygnalizowano, efektem rozpatrywania przez analityków szerszego lub węższego zakresu czynników wpływających na spółkę, a ponadto przypisywania im subiektywnych wag i wielkości. O ile wypracowanie podstawowego, bazowego składu czynników, jakie należy uwzględniać, dokonując wyceny, nie powinno stworzyć większego problemu, o tyle przypisanie niektórym z tych danych odpowiednich wartości stanowi już duże wyzwanie. Wyzwanie o tyle trudne, że nie wystarczy podać wartości tych zmiennych w danym okresie – trzeba dokonać prognozy na kilka następnych lat. I tak np. przy wycenie kosztu własnego analityk musi dokonać wyboru między instrumentami finansowymi, które będą stanowiły jego bazę, przyjąć założenia dotyczące inflacji oraz skwantyfikować ryzyko związane z inwestycją w akcje spółki. Dokonane przez niego wyliczenia będą zawsze tylko szacunkami – nie będą to jednak szacunki dowolne. Muszą one wynikać z analizy kosztów alternatywnych i kształtowania się ryzyka w latach poprzednich [Zarzecki 1999, s. 81][3].

Warto przyjrzeć się w tym kontekście analizom fundamentalnym sporządzanym przez polskie biura maklerskie oraz czynionym w ich ramach założeniom. Niestety

---

musi się jednak wydawać zaskakujące, że nie ma żadnych formalnych wymagań, które musiałby spełniać ktoś, kto chce pracować jako analityk papierów. Jest to wyraźny kontrast w stosunku do maklera, który musi zdać egzamin, spełniać określone wymagania w stosunku do jego reputacji oraz w należytym trybie zostać zaakceptowany i zarejestrowany przez giełdę" [Graham 1999, s. 163].

[3] Pisze on: „Stopa dyskontowa jest faktycznie subiektywną miarą, odzwierciedlającą oczekiwany przez inwestora zwrot z danej inwestycji. Nie jest to jednak subiektywizm w sensie zupełnej dowolności [...]. Należy więc wyraźnie odróżnić uzasadniony subiektywizm inwestorów, podparty analizą rzeczywistych zwrotów z przeszłości, który prowadzi do wyznaczania różniących się nieznacznie oczekiwanych stóp zwrotu z inwestycji, od nieuzasadnionego subiektywizmu, który sprowadza się do arbitralnego, zupełnie swobodnego określania oczekiwanej stopy zwrotu".

domy maklerskie niechętnie dzielą się swoim warsztatem wyceny, potencjalnym inwestorom podawane są na ogół tylko końcowe efekty szacowania danej zmiennej, co uniemożliwia dokładne przeanalizowanie stosowanej przez nie metodologii. W tabeli 1 przedstawiono wartości stopy wolnej od ryzyka ($r_f$) i premii za ryzyko rynkowe ($r_m$ – $r_f$) wykorzystane przy obliczaniu kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa w wybranych rekomendacjach biur maklerskich.

Jak wynika z danych z zaprezentowanych w tab. 1, przeciętna stopa wolna od ryzyka zawierała się w granicach 5-6,7%. Takie wahania jej poziomu są w pełni zrozumiałe, wynikają bowiem najprawdopodobniej z przyjęcia różnych instrumentów (bonów skarbowych, obligacji o różnym terminie zapadalności) jako podstawy do jej wyznaczenia. Trzeba jednak zaznaczyć, że można zaobserwować także dość odmienne kształtowanie się wartości stopy wolnej od ryzyka, chociażby analizując rekomendacje Centralnego Domu Maklerskiego PEKAO SA. W analizach sporządzonych na dzień 23 i 24 marca 2000 r. możemy znaleźć trzy różne wielkości przyjętych stóp wolnych od ryzyka: 5, 6 i 10%. Zmiana stopy wolnej od ryzyka o 5 p.p. zaledwie w ciągu jednego dnia oraz różnica 4 p.p. w wycenach sporządzanych na ten sam dzień musi budzić poważne zastrzeżenia – niestety próżno szukać jakiegokolwiek wytłumaczenia dla tak przyjętego poziomu tych stóp w sporządzonych analizach.

Podobnie wygląda sytuacja w zakresie kształtowania się premii rynkowej, która zawiera się najczęściej w przedziale 4-6%. Wprawdzie wartości bliskie 4% wydają się zbyt niskie dla polskiego rynku kapitałowego (co prowadzi do zaniżenia kosztu kapitału własnego), to wielkości zbliżone do 6% są już w pełni uzasadnione. Najnowsze badania A. Damodaran'a[4] sugerują przyjęcie dla Polski premii za ryzyko rynkowe na poziomie 6,38%, przy premii rynkowej dla strefy euro i USA na poziomie 4,5%. Jednak również i w tym elemencie można dopatrzyć się znacznych różnic pomiędzy poszczególnymi rekomendacjami, i to często tego samego biura. I tak na przykład premia za ryzyko przyjęta przez CDM w okresie 08-24.03.2000 waha się w granicach 1,1-6%. Tak szeroki przedział przyjmowanych premii za ryzyko nie znajduje swojego merytorycznego uzasadnienia i należy uznać go za niedopuszczalny.

Brak jednolitych standardów dla przeprowadzanych wycen i szacowania zmiennych zarówno w ramach sektora doradztwa finansowego, jak też w ramach danego domu maklerskiego sprawia, że potencjalni inwestorzy dość sceptycznie podchodzą do oferowanych im rekomendacji inwestycyjnych[5].

Trzeba także zwrócić uwagę na fakt, że biura maklerskie traktują analizę fundamentalną w sposób bardzo uproszczony – sprowadzając ją tylko i wyłącznie do samego procesu wyceny, a pomijając często analizę makro- i mikrootoczenia oraz wnętrza podmiotu. Pominięcie tak ważnych sfer funkcjonowania przedsiębiorstwa

[4] Dane z 1 września 2003 roku; http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/.

[5] Zwraca na to uwagę raport „*Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market*", The Forum Group to the European Commission services, z 4 września 2003 r. (www.effas.com/en/press.htm), który zakłada konieczność odbudowania zaufania inwestorów do rynku finansowego i jego analiz/rekomendacji.

Tabela 1. Przykładowe wartości stopy wolnej od ryzyka i premii rynkowej przyjęte w rekomendacjach sporządzonych przez wybrane biura maklerskie w okresie 2001-2002

| Biuro maklerskie | Data rekomendacji | Stopa wolna od ryzyka (*rf*) | Premia rynkowa (*rm*– *rf*) |
|---|---|---|---|
| | | (w %) | |
| AmerBrokers | 25-11-2002 | 5,8 | 5,3 |
| AmerBrokers | 31-10-2002 | 6,7 | 5,3 |
| AmerBrokers | 30-10-2002 | 8,3 | 5,3 |
| BDM | 26-11-2002 | 4,9 | 4,5 |
| BDM | 14-10-2002 | 5,5 | 4,5 |
| BDM | 18-06-2002 | 6,7 | 4,5 |
| BDM | 17-06-2002 | 6,5 | 4,0 |
| BDM | 12-06-2002 | 6,4 | 3,1 |
| BDM | 16-05-2002 | 6,8 | 4,5 |
| BDM | 15-04-2002 | 6,5 | 4,5 |
| BDM | 30-01-2002 | 6,5 | 4,5 |
| BRE | 25-11-2002 | 6,5 | 5,5 |
| BRE | 22-11-2002 | 5,5 | 5,5 |
| BRE | 19-09-2002 | 7,0 | 5,5 |
| BRE | 24-06-2002 | 8,5 | 6,0 |
| BRE | 07-06-2002 | 8,0 | 5,0 |
| CDM | 04-10-2002 | 4,7 | 5,0 |
| CDM | 11-02-2002 | 5,0 | 5,0 |
| CDM | 17-01-2002 | 4,7 | 5,0 |
| CDM | 24-03-2000 | 10,0 | 1,1 |
| CDM | 24-03-2000 | 6,0 | 4,0 |
| CDM | 23-03-2000 | 5,0 | 4,0 |
| CDM | 08-03-2000 | 5,4 | 6,0 |
| CDM | 17-02-2000 | 9,6 | 3,4 |
| CDM | 07-01-2000 | 6,0 | 4,5 |
| CDM | 26-11-1999 | 4,5 | 4,5 |
| CDM | 26-10-1999 | 5,1 | 6,0 |
| CDM | 21-10-1999 | 7,0 | 5,0 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Napiórkowski 2003, s. 344-345].

wiąże się zapewne z dużą praco- i czasochłonnością oraz kosztem sporządzenia modelowej analizy fundamentalnej. Uproszczone podejście pozwala natomiast ograniczyć nakłady do minimum, zwiększa jednak możliwości popełnienia błędu w procesie wyceny, jak również stwarza większe zagrożenie związane z manipulacją danymi. Być może to właśnie te czynniki są przyczyną relatywnie małej skuteczności/efektywności rekomendacji inwestycyjnych sporządzanych przez biura maklerskie.

Jak wskazuje raport opracowany przez „Puls Biznesu" (por. [Krzyżanowski, Zbiejcik, Szymański 2002, s. 2, 7-11, 17]), około 70% z blisko 300 bezpłatnych rekomendacji okazało się nietrafnych.

Jak wynika z powyższych rozważań, nie można oczekiwać, że dokonywane przez inwestorów analizy fundamentalne i przeprowadzone w ich ramach wyceny podadzą nam jedną, jedynie prawdziwą wartość przedsiębiorstwa. Jak stwierdza R.C. Miles, „Dysponując zbiorem takich samych informacji, eksperci mogą różnić się poważnie w uzyskiwanych wynikach wycen. Powodem tego jest mnogość czynników determinujących przebieg procesu wyceny i sam wynik wyceny. Wagi nadawane tym czynnikom są kwestią każdorazowego osądu, który opiera się nie tylko na wiedzy i doświadczeniu wyceniającego: ogromną rolę odgrywają również motywacje i cele zarówno kupującego, jak i sprzedającego" (R.C. Miles – za [Zarzecki 1999, s. 40]). R.C. Miles wskazuje zatem na duże znaczenie motywacji oraz celów kupującego i sprzedającego w procesie wyceny. Wydaje się jednak, że należy to rozumieć nie jako celowe wpływanie na wyniki wyceny (zaniżanie lub zawyżanie wartości), a raczej jako subiektywne podejście do oceny potencjału przedsiębiorstwa przez pryzmat indywidualnych strategii potencjalnych inwestorów i zróżnicowanego w związku z tym spojrzenia na wartość spółki w przyszłości. Otrzymanie w praktyce różnych wartości tego samego przedsiębiorstwa nie powinno więc skłaniać do twierdzenia, że analiza fundamentalna to tylko sztuka umiejętnego przedstawienia i interpretacji sytuacji spółki oraz danych ekonomicznych, oparta wyłącznie na motywacji, zdolności i doświadczeniu analityka. Różne wyniki wycen wskazują tylko na fakt, że nie jest to po prostu nauka ścisła, w znaczeniu otrzymywania jednego, „jedynie słusznego" wyniku.

Jak więc istnienie wszystkich powyższych faktów wpływa na leżące u podstaw analizy fundamentalnej założenie o istnieniu wartości wewnętrznej/nieodłącznej przedsiębiorstwa? Czy wartość taka istnieje, a co ważniejsze, czy potencjalni inwestorzy są w stanie ją oszacować? Otóż odpowiedź na tak postawione pytanie brzmi – tak, wartość taka istnieje, nie jest to jednak wartość „obiektywna" przedsiębiorstwa, a tylko, jak wskazywano, szacunek jego dochodowości rozpatrywanej z subiektywnego punktu widzenia pojedynczego inwestora, uwzględniający indywidualne strategie rozwoju spółki. Pomimo istnienia całego spektrum możliwych do uzyskania poziomów wartości nie należy spodziewać się zaistnienia efektu arbitrażu (wyrównywania się cen), o ile tylko różnice w indywidualnych wycenach wynikają z odmiennego spojrzenia na sytuację i możliwości rozwojowe przedsiębiorstwa. Wydaje się zatem, że bliższa prawdzie byłaby koncepcja wyznaczania przedziału wartości wewnętrznej (np. poprzez branie wartości brzegowych) lub próba uśredniania poszczególnych niezależnych wycen, co wyeliminowałoby dodatkowo wpływ incydentalnych, pojawiających się tylko w nielicznych wycenach, czynników o charakterze negatywnym bądź pozytywnym.

Trzeba przy tym pamiętać, że ostateczna, rzeczywista cena zapłacona za przedsiębiorstwo będzie zależała nie tylko od otrzymanych analiz, ale także od uwarunkowań

zewnętrznych transakcji: presji czasowej sprzedającego/kupującego, siły negocjacyjnej, kształtowania się popytu i podaży oraz wielu innych czynników niezwiązanych bezpośrednio z sytuacją ekonomiczną przedsiębiorstwa.

W związku z istnieniem wielu potencjalnie istotnych czynników z punktu widzenia wyceny pojawia się potrzeba specjalizacji firm konsultingowych w poszczególnych grupach klientów, wyodrębnionych np. pod względem branżowym. Co więcej, można zaryzykować twierdzenie, że rosła będzie rola wewnętrznych analityków w firmach, którzy doskonale będą się orientować w realiach działalności spółki, jej mocnych i słabych stronach oraz w kluczowych czynnikach sukcesu dotyczących danego sektora. Wiedza ta pozwoli zrekompensować ewentualne braki analityka wewnętrznego związane z jego warsztatem wyceny w porównaniu z poziomem zapewnianym przez ekspertów zewnętrznych. Wydaje się, że takie rozwiązanie byłoby dla przedsiębiorstwa korzystne – prędzej bowiem można nauczyć się samej metodologii wyceny niż branży.

Powracając jednak do kwestii związanych z różnicami w przeprowadzonych analizach fundamentalnych, trzeba zaznaczyć, że aby klient firmy konsultingowej był zadowolony ze świadczonych mu usług, muszą one spełnić jego oczekiwania. Oczekiwania te, jak już wspominano, mogą wiązać się z wywieraniem presji na sporządzających wycenę analityków w celu uzyskania wartości spółki bliskiej założonej przez zleceniodawcę cenie. Zamawiający analizę fundamentalną klient może oczekiwać, że jej wyniki pozwolą umiejętnie opakować cenę sprzedaży/kupna podmiotu i że tym samym pozwoli ona na przeprowadzenie transakcji i osiągnięcie zysków.

Patrząc na analizę fundamentalną przez pryzmat jej użyteczności jako „opakowania", można stwierdzić, że jest ona pod pewnymi względami tożsama z definicją opakowania, z jaką spotykamy się często w życiu codziennym, tzn. spełnia ona podobne funkcje:

- zabezpiecza produkt, jakim jest wartość przedsiębiorstwa – chroni jego cenę,
- motywuje do kupna – może zwiększać zainteresowanie potencjalnego inwestora przez akcentowanie pozytywnych sfer działalności spółki,
- dostarcza informacji o produkcie, jakim jest w tym przypadku przedsiębiorstwo.

Dodatkowo, jak przy każdym opakowaniu, liczy się wyeksponowana, silna i renomowana marka „producenta" (w tym przypadku np. firmy konsultingowej), która wyróżnia się na tle konkurencji, co znacznie poprawia siłę przetargową zleceniodawcy w negocjacjach z innymi podmiotami. Ostatnią rzeczą jest koszt „opakowania" – oczywiście byłoby korzystnie, by był on jak najmniejszy, nie dzieje się tak jednak zawsze. Niski koszt poniesiony na sporządzenie analizy fundamentalnej może rodzić podejrzenia, że za małe pieniądze potencjalny inwestor dostaje usługę niskiej jakości. Odpowiednio kosztowne i luksusowe „opakowanie" może być (i często bywa) odbierane jako miara profesjonalności i rzetelności zawierającego się w środku produktu – w tym przypadku świadczyć ma o obiektywności i adekwatności wyznaczonej wartości przedsiębiorstwa.

Spełnianie przez analizę fundamentalną powyższych funkcji nie musi oznaczać od razu, że sporządzane analizy są nierzetelne. Nie dzieje się tak, jeśli przedstawiane w nich informacje znajdują odzwierciedlenie w danych spółki oraz danych rynkowych, a także – kiedy nie istnieje obawa, że celowo pominięto w analizie lub wnioskach elementy nie pasujące do przedstawianego obrazu spółki.

Powstaje zatem pytanie, na ile firmy konsultingowe są nieskrępowane i skłonne do przedstawiania wyników, które nie pokrywają się z oczekiwaniami zleceniodawcy, szczególnie jeśli wziąć pod uwagę korzyści płynące z długofalowej współpracy. Trzeba bowiem pamiętać, że często zdarza się tak, iż firma konsultingowa jest tylko jedną z części grupy kapitałowej, w której skład mogą wchodzić m.in. spółki audytorskie, spółki organizujące szkolenia oraz jednostki implementujące strategie zarządzania. Taka grupa obsługuje najczęściej całościowo przedsiębiorstwo zlecające wycenę, pozwala to bowiem obu stronom ograniczyć koszty i usprawnić przepływ informacji. W takiej sytuacji niekorzystna wycena mogłaby spowodować pogorszenie się stosunków między całym holdingiem a klientem, co w ostateczności mogłoby doprowadzić do jego utraty i przejścia do konkurencji. Można się więc spodziewać, że firmy konsultingowe niechętnie będą sporządzać analizy znacznie odbiegające od oczekiwań zleceniodawcy [Cassidy 2000, s. 24-31][6]. Praktyka gospodarcza wskazuje także na fakt, że wyniki analizy fundamentalnej konsultowane są niekiedy z kierownictwem podmiotu wycenianego – taką sytuację należy uznać za niedopuszczalną. Oszacowana przez firmę konsultingową wartość przedsiębiorstwa powinna być wynikiem tylko i wyłącznie wiedzy i umiejętności sporządzających wycenę analityków, a nie oczekiwań podmiotu zlecającego wycenę. Ewentualne konsultacje wyniku analizy można brać pod uwagę tylko w sytuacji, gdy analiza jest sporządzana na użytek wewnętrzny spółki – choć w takich przypadkach nie powinno spółce zależeć na modyfikacji wyników wyceny, ponieważ powinna być ona zainteresowana poznaniem swojej „obiektywnej wartości". Pomimo istnienia różnych pokus, firmy konsultingowe muszą dbać o swój wizerunek. Dobra, szanowana na rynku marka, jak i przestrzeganie wypracowanych przez lata standardów powinny bowiem w dłuższym okresie z nadwyżką zrekompensować ewentualne krótkookresowe straty powstałe w wyniku utraty klientów w przypadku sporządzenia niekorzystnych dla nich wycen.

## 4. Zakończenie

Podsumowując rozważania na temat analizy fundamentalnej, można stwierdzić, że analiza fundamentalna to być może nie „opakowanie", także nie „produkt", który ma zrewolucjonizować rynek i „otworzyć mu oczy", ale „produkt" dopasowany do

[6] Ograniczając swoje rozważania do sfery rekomendacji domów maklerskich, uważa on, że niekorzystne analizy są niechętnie i rzadko publikowane, ponieważ „mogłyby wywrzeć negatywny wpływ na relację między firmą maklerską i klientami jej działu bankowości inwestycyjnej". Z podobną sytuacją mamy także do czynienia w kontaktach firmy konsultingowej działającej w ramach holdingu a jej klientami.

potrzeb klienta (co nie oznacza od razu, że stronniczy) – uwzględniający subiektywne poczucie ryzyka, wielkość przepływów generowanych przez przedsiębiorstwo i jego potencjał rozwojowy rozpatrywany przez pryzmat założeń i strategii potencjalnego inwestora. To właśnie niemożliwy do wyeliminowania subiektywizm oraz wynikające z niego różnice w wycenach wydają się kluczowymi czynnikami zwiększającymi obroty na rynku kapitałowym, powodując tym samym jego rozwój. W przypadku istnienia jednej, właściwej wartości dla danego podmiotu gospodarczego przestałoby mieć sens zawieranie jakichkolwiek transakcji – sprzedający i kupujący musieliby bowiem przystać na „cenę obiektywną", a tym samym pozbawiliby się szansy na zrealizowanie zysków z transakcji kapitałowej. Paradoksalnie, ewentualna słabość analizy fundamentalnej, za jaką może uchodzić duże zróżnicowanie wyników wycen tego samego przedsiębiorstwa, może stać się jej mocną stroną, którą jednak trzeba umieć wykorzystać. Umiejętne zastosowanie analizy fundamentalnej może pozwolić osiągnąć zyski kapitałowe inwestorom, którzy wbrew opinii panującej na rynku zainwestują swoje środki w akcje spółek w ich odczuciu „niedowartościowanych" i którzy będą potrafili wykorzystać niedostrzeżony przez innych potencjał przedsiębiorstwa.

## Literatura


Cassidy D., *Kiedy sprzedawać akcje*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.

*Financial Analysts: Best Practices in an Integrated European Financial Market*, „The Forum Group to the European Commission Services" 2003 (z 4 września, www.effas.com/en/press.htm).

Graham B., *Mądry inwestor*, Wyd. Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1993.

Krzyżanowski W., Zbiejcik M., Szymański A., *Raport – Komu służą prognozy biur maklerskich*, „Puls Biznesu" 2002 nr 191.

Napiórkowski S., *Ocena parametrów wycen dokonywanych metodą DCF na przykładzie polskiego rynku kapitałowego w dokumentach konferencyjnych*, [w:] *Zarządzanie finansami – mierzenie wyników i wycena*, Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003.

Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1999.


## FUNDAMENTAL ANALYSIS – PRODUCT OR PACKAGING

### Summary


The article is an attempt to answer the question of whether the fundamental analysis allows to estimate the real, objective value of a company or whether its outcome would rather reflect the expectations of the customer. Moreover, it was stated that the process of valuation is very subjective and that one should not expect to get the only true value, but rather a set of possible company values.