

Siła fundamentalna przedsiębiorstwa a strategię *value investing* i *growth investing*

Grzegorz Mikołajewicz*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest zdefiniowanie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz umiejscowienie jej w perspektywie strategii inwestowania w wartość (*value investing*) oraz inwestowania we wzrost (*growth investing*).

Metodologia badania – Opracowanie ma charakter metodyczny i skupia się na właściwym zrozumieniu istoty siły fundamentalnej przedsiębiorstwa. W artykule wykorzystano krytyczną analizę literatury oraz metody analizy, syntezy i porównań, jak również wnioskowania przez analogię.

Wynik – Wynikiem artykułu jest przedstawienie definicji siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz umiejscowienie jej w kontekście stosowanych na rynku strategii inwestowania w wartość i we wzrost.

Oryginalność/wartość – Oryginalność opracowania przejawia się w autorskiej definicji siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz przełożeniu jej na proces inwestycyjny.

Słowa kluczowe: siła fundamentalna przedsiębiorstwa, wartość wewnętrzna, *value investing*, *growth investing*, *growth at reasonable price* (GARP)

Wprowadzenie

Siła fundamentalna przedsiębiorstwa to termin powszechnie używany przez analityków, inwestorów, a także badaczy akademickich zajmujących się inwestycjami na rynku kapitałowym. Pomimo tej popularności, trudno jest znaleźć w literaturze definicję tego terminu, co prowadzi do przypisywania mu wielu znaczeń lub też traktowania go jako swoistego sloganu, bez przywiązywania większej wagi do tego, co się pod nim kryje.

Wraz z rozwojem rynków kapitałowych, analizy fundamentalnej i jej narzędzi oraz takich koncepcji zarządzania, jak *value based management*, coraz bardziej uwidacznia się problem braku czytelnej definicji siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, a co za tym idzie, trudność w identyfikacji kluczowych sfer i czynników, w jakich się ona objawia.

Celem artykułu jest zatem wypełnienie tej luki i zdefiniowanie pojęcia siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, a ponadto umiejscowienie koncepcji siły fundamentalnej w kontekście strategii inwestowania w wartość (*value investing*) oraz inwestowania we wzrost (*growth investing*).

* dr Grzegorz Mikołajewicz, Katedra Controllingu, Analizy Finansowej i Wyceny, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, e-mail: g.mikolajewicz@ue.poznan.pl.

1. Podwaliny pojęcia siły fundamentalnej

Genezy powstania pojęcia siły fundamentalnej przedsiębiorstwa upatrywać należy w analizie fundamentalnej¹, tj. wszechstronnej analizie makro- oraz mikrootoczenia połączonej z analizą wnętrza wybranej spółki, mającej na celu wycenę przedmiotu analizy i sformułowanie rekomendacji inwestycyjnej². Jako horyzont czasowy przyjmowany jest na ogół okres średnio- i długoterminowy, przy czym nie jest on jednoznacznie sprecyzowany.

Analiza fundamentalna umożliwia monitorowanie i klasyfikowanie aktywów pod względem ich jakości inwestycyjnej i możliwej do osiągnięcia stopy zwrotu (Ritchie 1997: 19, 31). Celem analizy fundamentalnej jest określenie prawdziwej, wewnętrznej (nieodłącznej) wartości waloru, by w wypadku jej odbiegania od ceny rynkowej (a więc niedowartościowania lub przewartościowania) wykorzystać tę wiedzę i podjąć decyzję o kupnie lub sprzedaży danego aktywa. Występowanie różnicy między wewnętrzną wartością akcji a jej ceną rynkową jest więc dla inwestora sygnałem do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Kupowanie po cenach niższych od wartości wewnętrznej stanowi dla inwestora margines bezpieczeństwa (*margin of safety*) (Graham, Dodd 2009: 372–375). Analiza fundamentalna nie wyklucza możliwości kupna waloru w sytuacji, gdy jego cena równa się wartości wewnętrznej. W takim przypadku inwestor nie powinien jednak oczekiwać uzyskania ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Z drugiej strony warto pamiętać, że nawet za bardzo dobrą spółkę nie warto przepłacać.

Analizę fundamentalną cechuje optymizm poznawczy, a więc przekonanie o możliwości poznania mechanizmów i czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa. Takie podejście bywa często krytykowane ze względu na istnienie nieskończonej liczby czynników, które mogą oddziaływać na wartość przedsiębiorstwa oraz percepcyjne ograniczenia analityków, inwestorów. Krytycy analizy fundamentalnej wymieniają także wśród jej słabych stron obawy co do wiarygodności, jakości i aktualności wykorzystywanych danych, trudności w przypisaniu właściwej wagi poszczególnym czynnikom, kompetencje analityków, ograniczoną czasowo ważność prognoz i rekomendacji, nadmierną wiarę w to, że rynek dostrzeże wartość wewnętrzną, niemożliwy do uchwycenia wpływ zdarzeń losowych, incydentalnych oraz brak wskazań co do czasu kupna/sprzedaży (Costa 2000).

Wyżej wymienione kwestie nie przekreślają jednak według autora artykułu użyteczności analizy fundamentalnej w procesie inwestycyjnym. Pomimo iż nie da się przeanalizować wpływu wszystkich czynników na wartość fundamentalną przedsiębiorstwa, a nasza percepcja podlega ograniczeniom, nie oznacza to, że analiza taka jest bezcelowa i powinno

¹ Niektórzy autorzy (np. Tarczyńska-Luniewska 2013: 36, 38) są zdania, że termin ten wywodzi się w większym stopniu z analizy działalności przedsiębiorstwa lub, w węższym ujęciu, analizy finansowej przedsiębiorstwa, które leżą u podstaw analizy fundamentalnej. Wydaje się jednak, że przyporządkowanie tego terminu do dwóch pierwszych rodzajów analiz powoduje utratę treści, jaką on z sobą niesie, a mianowicie utratę z horyzontu analizy bardzo istotnej kwestii, jaką jest wartość podmiotu.

² W zależności od kierunku analizy (makrootoczenie → mikrootoczenie → spółka lub na odwrót) wyróżnić można dwa podejścia w analizie fundamentalnej: *EIC framework* (*economy, industry, company*), tzw. podejście *top-down* oraz *CIE framework* (*company, industry, economy*), tzw. podejście *bottom-up*.

się jej zaniechać. Już bowiem sam proces analizy, logicznego rozbioru pogłębia naszą wiedzę w zakresie sytuacji przedsiębiorstwa, a co za tym idzie, zmniejsza nasz niepokój i dostarcza merytorycznych przesłanek do podjęcia decyzji.

Myśl o precyzyjnym określeniu wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa nie powinna paraliżować działań inwestorów. Jak stwierdza J.C. Ritchie (1997: 32): „należy zdawać sobie sprawę, że w warunkach niepewności szacunki wartości wewnętrznych nigdy nie są stuprocentowo precyzyjne. Stanowią one tylko punkt odniesienia, względem którego ocenia się aktualne ceny w świetle oczekiwanych przyszłych warunków gospodarczych oraz innych wydarzeń”. Inwestorzy poruszają się raczej w pewnych przedziałach wartości niż poszukują tej jednej, konkretnej (Graham, Dodd 2009: 48, 66)³.

Również moment kupna/sprzedaży nie powinien odgrywać tak dużej roli, jaka jest mu przypisywana przez niektórych inwestorów. Jak stwierdzają B. Graham i D.L. Dodd (Graham 2007: 179–182; Graham, Dodd 2009: 34–35), zamiast mówić o kupowaniu, sprzedawaniu czegoś w odpowiednim czasie (tzw. metoda określania czasu), lepiej mówić o kupowaniu, sprzedawaniu czegoś po właściwej cenie (metoda określania ceny). Właściwe zastosowanie koncepcji inwestowania opartej na analizie fundamentalnej powinno bowiem zapewnić inwestorowi ochronę przed niespodziewanymi zdarzeniami. Rolę bufora pełni tu wspomniany już wcześniej margines bezpieczeństwa (ujemna różnica między zapłaconą ceną a wartością wewnętrzną waloru). Jeśli więc nawet inwestycja okaże się mniej atrakcyjna, powinna nadal zapewnić inwestorowi satysfakcjonujący dochód (Graham, Dodd 2009: 703–704).

Podstawą wniosku w ramach analizy fundamentalnej jest przekonanie o istnieniu silnych związków przyczynowo-skutkowych pomiędzy sytuacją ekonomiczną spółki a ceną jej akcji. Ta pierwsza ma swoje źródło w uwarunkowaniach wewnętrznych, jak i zewnętrznych działalności przedsiębiorstwa (są one zmienne, w związku z czym zmianie ulega także wartość wewnętrzna), ta druga (cena rynkowa) powinna możliwie najpełniej odzwierciedlać zmiany wartości wewnętrznej. Reakcja cen rynkowych powinna być szybka i adekwatna, bez późniejszych korekt spowodowanych początkową przesadną lub zbyt małą zmianą wartości waloru. Stopień, adekwatność oraz szybkość, z jaką rynek kapitałowy uwzględnia informacje i zmiany wartości wewnętrznej w cenach akcji, uzależnione są od jego efektywności⁴.

Analizując kwestię efektywności rynków finansowych i skuteczności analizy fundamentalnej, dokonuje się często zbyt dużego uproszczenia, ograniczając ją wyłącznie do efektywności rynków giełdowych⁵. To im bowiem w przeważającej mierze poświęcone są

³ Jak stwierdzają B. Graham i D.L. Dodd, bardzo możliwe, że uda nam się ocenić, czy kobieta jest wystarczająco dorosła, aby móc głosować, pomimo że nie znamy jej wieku, czy też, że dany mężczyzna jest cięższy niż być powinien, bez poznania jego dokładnej wagi.

⁴ Więcej informacji na ten temat znaleźć można w: Mikołajewicz (2010).

⁵ Dzieje się tak, ponieważ rynek giełdowy posiada charakterystyki, które sprzyjają osiągnięciu efektywności informacyjnej. Zaliczyć do nich można: występowanie dużej liczby profesjonalnych uczestników, homogeniczność produktów (co umożliwi porównania oraz ogranicza wpływ indywidualnych gustów i preferencji), sposób organizacji rynku (regulacje, obowiązki informacyjne itp.) oraz losowy napływ nowych wiadomości.

badania. Analiza fundamentalna, w tym koncepcja siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, zachęca jednak do szerszej refleksji. Z punktu widzenia całej gospodarki i procesów w niej zachodzących (w tym właściwej wyceny przedsiębiorstw i alokacji kapitału) istotne jest, aby decyzje podejmowane przez uczestników szeroko pojętego rynku, a także mechanizmy na nim funkcjonujące, charakteryzowały się możliwie dużą efektywnością niezależnie od miejsca, na jakim transakcje są zawierane (rynek publiczny, giełdowy czy prywatny) i jakiego horyzontu inwestycyjnego dotyczą. Pomimo bardzo dużego zainteresowania inwestorów, analityków, mediów etc. giełdą i notowanymi na niej spółkami, stanowi ona tylko pewien niewielki wycinek rzeczywistości gospodarczej, rynku finansowego, w porównaniu do sfery aktywności pozagiełdowej.

2. Istota pojęcia siły fundamentalnej

Pomimo że pojęcie siły fundamentalnej znajduje się w ciągłym użyciu, nie doczekało się ono dotychczas jednolitej i powszechnie obowiązującej definicji w literaturze. Tak, jak częste jest jego użycie, tak też wiele znaczeń jest mu przypisywanych, na ogół w obrębie pojęć pochodzących z zakresu analizy finansowej. W przeważającej większości przypadków termin ten nie jest wyjaśniany w ogóle⁶.

Chcąc zdefiniować siłę fundamentalną przedsiębiorstwa, należy dokonać analizy semantycznej tego terminu. Siła to miara oddziaływania ciał materialnych (NEP 2004). W układach ciał rozróżnić można siły wewnętrzne, związane z wzajemnym oddziaływaniem poszczególnych części układów oraz siły zewnętrzne, pochodzące od ciał zewnętrznych. Siła to także zdolność do działania, możliwość podołania czemuś, moc (SJP 1999). Z kolei fundamentalny, to stanowiący podstawę czegoś, zasadniczy, podstawowy, główny (SJP 2014). Przekładając to na warunki funkcjonowania przedsiębiorstwa można powiedzieć, że siła fundamentalna przedsiębiorstwa wypływa z potencjału wewnętrznego (generowanych przepływów, posiadanych aktywów – materialnych i niematerialnych, ich organizacji oraz wzajemnego oddziaływania) oraz potencjału zewnętrznego (występujących w otoczeniu szans/zagrożeń i umiejętności ich wykorzystania/minimalizowania) i objawia się w zdolności podmiotu do funkcjonowania i rozwoju. Biorąc pod uwagę, że pojęcie to ma bliski związek z analizą fundamentalną, powinno rozpatrywać się je w kontekście wartości wewnętrznej podmiotu.

⁶ Przykładowo W. Tarczyński (2002: 92, 102, 109) używa terminu siła fundamentalna, jednakże zapisuje go niekiedy w cudzysłowie oraz przyrównuje do pojęcia siły ekonomiczno-finansowej. Wyjątkiem jest tu praca M. Tarczyńskiej-Luniewskiej (2013: 43), gdzie siła fundamentalna definiowana jest wprost jako sumaryczna kategoria oceny podmiotu dokonana przez pryzmat sfer i etapów analizy fundamentalnej (w szerszym ujęciu obejmująca także proces wyceny i wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa) lub też jako kategoria utożsamiana z oceną kondycji ekonomiczno-finansowej podmiotu. Wydaje się, że definicja ta bardziej niż istotę siły fundamentalnej, akcentuje sam proces jej analizy (tj. etapy analizy fundamentalnej) lub, co zrozumiałe ze względów operacyjnych, zawęża to pojęcie do oceny ekonomiczno-finansowej podmiotu.

Siłę fundamentalną przedsiębiorstwa należy zatem zdefiniować jako potencjał przedsiębiorstwa do tworzenia i ochrony jego wartości wewnętrznej.

W definicji tej kluczowe jest podkreślenie wagi:

- wartości wewnętrznej, jako uniwersalnej kategorii wartości, wynikającej bezpośrednio z rzeczywistej zdolności wycenianych aktywów do generowania dochodów, bazującej na ich charakterystykach wewnętrznych i potencjale do wzrostu, abstrahującej od wpływu określonego inwestora czy też bieżących warunków na rynku kapitałowym,
- potencjału do tworzenia wartości wewnętrznej, który powinien przełożyć się w długim okresie na wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa,
- konieczności ochrony wartości, a więc analizowania także kwestii bezpieczeństwa funkcjonowania podmiotu, jego wypłacalności, stabilności finansowej, zdolności adaptacji do zmieniających się warunków w otoczeniu etc.

Zakłada się przy tym, że to wartość wewnętrzna jest pierwotna w stosunku do ceny rynkowej akcji – to wartość wewnętrzna kształtuje bowiem ceny rynkowe, a nie na odwrót. Jeśli występuje sprzężenie zwrotne między wartością wewnętrzną a wartością rynkową, to ma ono charakter wtórny. Wartość wewnętrzna istnieje bez względu na fakt czy w danej klasie aktywów można mówić o istnieniu wartości rynkowych, czy też nie. Ponadto wszelkie długotrwałe i silne oderwanie wartości rynkowej od wartości wewnętrznej prowadzi wcześniej lub później do korekty i powrotu w okolice tej drugiej. Tym samym, siła fundamentalna nie powinna być zasadniczo rozpatrywana przez pryzmat ceny rynkowej akcji, tym bardziej, że na tę ostatnią wpływają także inne czynniki niż fundamentalne.

Pojęcia cena i wartość nie muszą być sobie tożsame, mimo iż często bywają używane jako synonimy (Jaki 2008: 25–26):

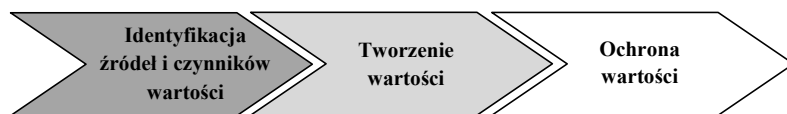
- cena kształtuje się bowiem w wyniku negocjacji między kupującym i sprzedającym, a więc jest często wynikiem kompromisu, który oddala ją od wartości leżącej u jej podstawy,
- warunki transakcji obejmują także wiele czynników niezwiązanych bezpośrednio z wartością aktywów (np. zobowiązania nabywców),
- cena odnosi się bezpośrednio do sytuacji zmiany stosunków własnościowych, podczas gdy wartość ma szerszy zakres (określa się ją z wielu innych względów, np. na potrzeby zarządzania),
- na cenę wywierają wpływ także takie czynniki, jak: relacja popytu do podaży, siła przetargowa stron oraz przyjęta przez nie strategia inwestycyjna.

Podobne rozróżnienie można znaleźć również w Międzynarodowych Standardach Wyceny (MSW 2011: 28, pkt 7), tj: „Cena, to termin oznaczający kwotę żadaną, oferowaną lub płaconą w zamian za składnik aktywów. Z powodu możliwości finansowych, motywacji lub szczególnego zainteresowania konkretnego kupującego i/lub sprzedawcy, cena płacona za aktywa może, ale nie musi, odzwierciedlać wartość, która mogłaby być przypisana składnikowi aktywów przez innych”.

Z tych też powodów ocena siły fundamentalnej powinna odbywać się właśnie przez pryzmat wartości wewnętrznej. Przyjęcie perspektywy wartości wewnętrznej ma także tę zaletę, że nie ukierunkowuje rozważań tylko na spółki notowane na giełdzie, ale pozwala na rozszerzenie refleksji także na spółki i transakcje poza zorganizowanym obrotem.

Koncepcja siły fundamentalnej przedsiębiorstwa tworzy kontinuum (por. rys. 1) poprzez⁷:

- identyfikację źródeł i czynników wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa,
- ocenę tworzenia wartości i potencjału do wzrostu,
- analizę kwestii ochrony wartości.



Rysunek 1. Trzy aspekty siły fundamentalnej przedsiębiorstwa – kontinuum

Źródło: opracowanie własne.

Fakt wytworzenia i utrzymania wartości przez przedsiębiorstwo nie przesądza jeszcze o tym, iż inwestorzy odniosą z tego tytułu korzyści. By tak się stało, potrzebna jest jeszcze właściwa komunikacja przedsiębiorstwa z rynkiem, aby mógł on tę wartość właściwie rozpoznać.

Z tego punktu widzenia można wyróżnić dwa wymiary siły fundamentalnej:

- obiektywny, rzeczywisty, wynikający z potencjału przedsiębiorstwa do tworzenia i ochrony wartości wewnętrznej,
- antycypowany przez rynek, będącej obrazem spółki w oczach inwestorów i analityków, obciążonej niepewnością (często brak możliwości zweryfikowania danych) oraz ograniczeniami (kwestia poznawcza, percepcja inwestorów, dostępność danych, szum informacyjny, asymetria informacji).

⁷ Podobne podejście przedstawiają także A. Black, P. Wright, J.E. Bachman (2000: 83–87). Wyróżniają oni trzy fazy w zarządzaniu wartością: jej tworzenie (a więc osiągnięcie zwrotu z zainwestowanego kapitału powyżej jego kosztu), utrzymywanie (pilnowanie, by wytworzona wartość nie została utracona, zmniejszona przez złe gospodarowanie, np. zarządzanie ryzykiem, kapitałem intelektualnym itp.) oraz realizację (wzrost wartości akcji i związane z tym zyski kapitałowe lub wypłaty dywidendy). Kwestia realizacji wartości nie jest obiektem zainteresowania z punktu widzenia koncepcji siły fundamentalnej. Ta ostatnia zatrzymuje się bowiem na kwestii tworzenia i utrzymywania wartości, kładąc główny nacisk na identyfikację kluczowych czynników wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa.

3. Koncepcja siły fundamentalnej na tle strategii inwestowania w wartość (*value investing*) i inwestowania we wzrost (*growth investing*)

Koncepcję siły fundamentalnej przedsiębiorstwa warto także rozpatrzyć przez pryzmat dwóch podstawowych strategii inwestowania, tj. inwestowania w spółki wzrostowe (*growth stocks, growth investing*) oraz inwestowania w spółki o potencjale wartości (*value stocks, value investing*).

Za spółki wzrostowe uważa się na ogół spółki (Bernstein 2004b; Jiang, Koller 2007; Investopedia 2014c; Stocks 2014):

- o wyższym niż przeciętne tempie wzrostu przychodów i zysków⁸, osiągające często wyniki lepsze od oczekiwanych⁹,
- o relatywnie wysokich wskaźnikach P/E, P/BV etc.,
- w branżach rozwijających się, które są w fazie cyklu ekonomicznego, demograficznego,
- nie wypłacające dywidendy.

Z kolei spółki o potencjale wartości, to spółki, które (Bernstein 2004b; Jiang, Koller 2007; Investopedia 2014b; Stocks 2014):

- charakteryzują się wyższym niż średnia poziomem zysków na akcję,
- wypłacają wysokie dywidendy,
- funkcjonują w dojrzałych branżach, ale niekoniecznie modnych,
- są liderami w branży, ale nie skupiają na sobie zainteresowania inwestorów, spółki przechodzące przejściowe problemy (spółki wyceniane poniżej ich wartości fundamentalnej, niedowartościowane),
- charakteryzują się relatywnie niskimi wskaźnikami P/E, P/BV etc.

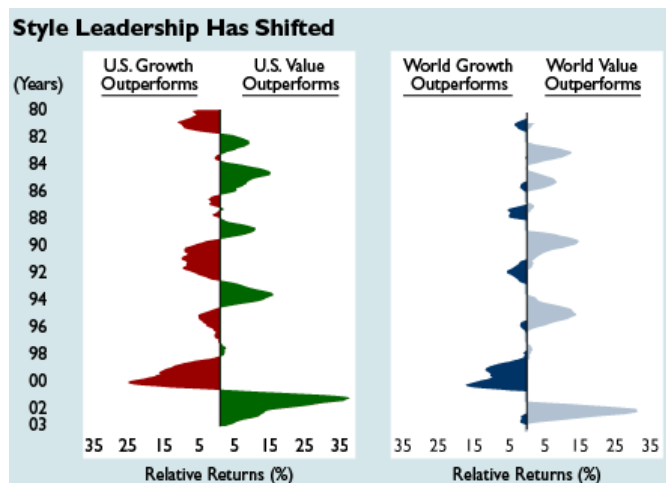
Kluczowym pytaniem odnoszącym się do spółek z pierwszej grupy jest pytanie o czas, w jakim uda się utrzymać wysokie tempo wzrostu. Jak pokazują badania (Haugen 1999: 21, 49–51; Bernstein 2004b: 8–9; Graham, Dodd 2009: 83), w dłuższym okresie bardzo trudno utrzymać jest ponadprzeciętne wyniki. W zdecydowanej większości przypadków następuje powrót do średniej. Dla spółek z drugiej grupy kluczowe pytanie brzmi: jak szybko i czy w ogóle dojdzie do poprawy i odreagowania cen na rynku?

Nie wypracowano jednej uniwersalnej charakterystyki wyżej wymienionych rodzajów spółek, a proste rozróżnienie między nimi jest często niemożliwe (mogą występować elementy wspólne). Wydaje się jednak, że nie należy przypisywać przesadnej wagi do kryteriów grupowania. Można bowiem zgodzić się z Jiang i Koller (2007: 12, 15), że przedsiębiorstwa i inwestorzy odnieśliby większą korzyść, gdyby skupili się na efektywności i wartości fundamentalnej podmiotów, a nie na dokonywaniu umownych klasyfikacji.

⁸ Jak wskazuje A. Rappaport (1999: 203–204), przedsiębiorstwa, które uzyskują wyniki lepsze od oczekiwania można na ogół zaliczyć do jednej z sześciu niżej wymienionych grup, tj. przedsiębiorstw, które: dysponują przewagą marki, zmieniły reguły gry w branży, szybko i adekwatnie reagują na zmiany, posiadają przewagę technologiczną, przeszły skuteczną restrukturyzację oraz umiejętnie dokonują przejęć.

⁹ Wszystko to tłumaczyłoby ma wysokie ceny rynkowe akcji tych spółek, prowadzi też jednak często do ich przewartościowania.

Skuteczność obu wyżej wymienionych strategii jest zróżnicowana w zależności od przyjętego czasu analizy – okresy skuteczności stosowania strategii *growth* i *value investing* przeplatają się, co zostało przedstawione na rysunku 2.



Rysunek 2. Inwestowanie w wartość vs. inwestowanie we wzrost¹⁰

Źródło: Bernstein (2004a).

Istnieją zatem silne przesłanki do okresowej zmiany stosowanej przez inwestorów strategii lub wykorzystania podejścia bardziej zrównoważonego, jakim mogłaby być chociażby strategia *growth at reasonable price* (GARP) (Investopedia 2014a). Chodzi w niej o szukanie spółek wzrostowych o ponadprzeciętnych wynikach, z jednoczesną eliminacją spółek o skrajnych rynkowych wartościach (tych wycenianych bardzo nisko lub bardzo wysoko).

Koncepcja siły fundamentalnej jest uniwersalna i, choć pierwotnie bliższa strategii *value investing*, może znaleźć zastosowanie także w strategii *growth investing*, a przede wszystkim w strategii GARP. Analiza siły fundamentalnej powinna zapewnić odpowiednią ochronę wartości inwestycji, a z drugiej strony wskazać podmioty o największym potencjale wzrostu. Należy pamiętać jednak iż fakt, że przedsiębiorstwo charakteryzuje się ponadprzeciętną siłą fundamentalną nie musi oznaczać automatycznie, że w danych warunkach panujących na rynku kapitałowym będzie udaną inwestycją. Trzeba bowiem odróżnić dobrą spółkę od dobrej inwestycji. Może się okazać, że wartość podmiotu jest przeszacowana i nie stanowi on w danym czasie okazji inwestycyjnej. Szczególnie istotne jest uzyskanie przez inwestora możliwie szerokiego marginesu bezpieczeństwa w postaci nadwyżki wartości

¹⁰ Indeks w przypadku value stocks reprezentowany jest przez U.S. Russell 1000 Value Index i MSCI World Value Index, a dla growth stocks przez U.S. Russell 1000 Growth Index i MSCI World Growth Index. Stopy zwrotu obliczone zostały jako różnica pomiędzy zwrotami z value i growth stocks w oparciu o wygładzone 12-miesięczne średnie kroczące

wewnętrznej nad cenę rynkową oraz możliwości realizacji dzięki temu ponadprzeciętnych stóp zwrotu, jak i ochrony wartości inwestycji. W tym kontekście zasadne wydaje się podejście GARP, w którym ograniczeniu będą podlegały co prawda potencjalne zyski, ale także potencjalne ryzyko inwestycji.

Należy podkreślić, że kluczowym elementem w analizie siły fundamentalnej pozostaje rola czynników z makro-, mikrootoczenia i wnętrza spółki oraz traktowanie cen rynkowych tylko jako punktu odniesienia dla wartości wewnętrznej przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Jak stwierdza B. Graham (2007: 192–193): „Zasadniczo, dla prawdziwego inwestora, wahania cen mają tylko jedno znaczenie – dają mu szansę na zakup po rozsądnej cenie podczas spadków i na sprzedaż podczas znacznego wzrostu. Kiedy indziej lepiej, gdyby zapomniał o giełdzie i zwrócił uwagę na zyski z dywidend oraz wyniki posiadanych spółek”.

Stosowanie koncepcji siły fundamentalnej w praktyce stawia przed inwestorami pewne wymogi. Zakłada ona bowiem, że są oni racjonalni¹¹, potrafią oprzeć się tłumowi i jego psychologii, charakteryzują się cierpliwością (preferują średnio- i długoterminowy horyzont inwestycyjny), dyscypliną oraz awersją do ryzyka. Posiadają także umiejętność wyceniania aktywów na podstawie wszystkich dostępnych informacji, a w swoich decyzjach inwestycyjnych kierują się analizą wartości wewnętrznej.

Decyzje inwestycyjne można z kolei rozpatrywać z perspektywy definicji zaprezentowanej przez B. Grahama i D.L. Dodda (2009: 106–107). Chodzi o to, aby taka decyzja, dzięki przeprowadzonemu procesowi analitycznemu, oferowała bezpieczeństwo i satysfakcjonujący inwestora zwrot. Inwestowanie wymaga więc przeprowadzenia szerokich analiz opartych na faktach i koncentrujących się na bezpieczeństwie i wartości. Kwestii bezpieczeństwa nie należy przy tym pojmować w sensie absolutnym, kompletnym, a raczej jako ochronę przed stratami w normalnych i dających się przewidzieć warunkach rynkowych. Satysfakcjonujący dochód jest oczywiście pojęciem subiektywnym i oznacza dochód, jaki inwestor jest gotowy zaakceptować, pod warunkiem, że działa racjonalnie.

Uwagi końcowe

Rosnąca rola analizy fundamentalnej w procesach inwestycyjnych, ale i też zarządczych (*Value Based Management*) sprawia, że szczególnego znaczenia nabiera problem zdefiniowania pojęcia siły fundamentalnej przedsiębiorstwa. Definicja ta stanowi bowiem punkt wyjścia dla identyfikacji czynników ją kształtujących oraz wyznaczania sposobów jej pomiaru.

Obie wymienione powyżej kwestie sprawiają wiele problemów i są często bagatelizowane przez inwestorów, którzy skupiają się na mierzeniu wartości przedsiębiorstwa (często tylko przez pryzmat wartości rynkowej podmiotu), jego efektywności oraz kreowaniu przez

¹¹ Więcej informacji na temat kwestii racjonalności znaleźć można np. w: Jurek (2004: 177–189).

nie wartości dodanej, zapominając jednocześnie o poświęceniu większej uwagi analizie źródeł i czynników tej wartości oraz potencjałowi przedsiębiorstwa w zakresie jej tworzenia i ochrony.

Zaprezentowana w niniejszym artykule definicja, jak i szersze spojrzenie na siłę fundamentalną przedsiębiorstwa, w tym odniesienie jej do uznanych koncepcji inwestycyjnych, może przysłużyć się do wypełnienia tej luki i dalszego rozwoju analizy fundamentalnej.

Literatura

- Bernstein (2004a), *So You've Got Style: Manage It!*, <http://tinyurl.com/nepkh7z> (29.03.2014).
- Bernstein (2004b), *The challenge in picking growth and value stocks*, „The Bernstein Journal: Perspectives on Investing & Wealth Management”, Autumn.
- Black A., Wright P., Bachman J.E. (2000), *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Costa N.A. (2000), *The problems with fundamental analysis*, „The Economist”, August 19th.
- Graham B. (2007), *Inteligentny inwestor*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa.
- Graham B., Dodd D.L. (2009), *Security analysis, sixth edition*, McGrawHill.
- Haugen R.A. (1999), *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG Press, Warszawa.
- Investopedia (2014a), www.investopedia.com/terms/g/garp.asp (29.03.2014).
- Investopedia (2014b), www.investopedia.com/terms/v/valuestock.asp (29.03.2014).
- Investopedia (2014c), www.investopedia.com/terms/g/growthstock.asp (29.03.2014).
- Jaki A. (2008), *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer, Kraków.
- Jiang B., Koller T. (2007), *The truth about growth and value stocks*, McKinsey on Finance, Winter.
- Jurek W. (2004), *Konstrukcja i analiza portfela papierów wartościowych o zmiennym dochodzie*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań.
- Mikołajewicz G. (2010), *Wartość wewnętrzna a wartość rynkowa akcji*, w: *Kierunki zmian w finansach przedsiębiorstwa*, red. J. Sobiech, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Wydawnictwo UEP, Poznań, s. 700–712.
- MSW (2011), *Międzynarodowe standardy wyceny*, IVSC, Londyn, pkt 7, s. 28.
- NEP (2004), *Nowa Encyklopedia Powszechna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, t. 7, s. 544.
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa.
- Ritchie J.C. (1997), *Analiza fundamentalna*, WIG-Press, Warszawa.
- SJP (1999), *Słownik Języka Polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, t. 3, s. 203.
- SJP (2014), *Słownik Języka Polskiego*, <http://sjp.pwn.pl> (29.03.2014).
- Stocks (2014), <http://stocks.about.com/od/tradingbasics/a/072707Buy1.htm> (29.03.2014).
- Tarczyńska-Luniewska M. (2013), *Metodologia oceny siły fundamentalnej spółek (gieldowych i pozagieldowych)*, ZAPOL, Szczecin.
- Tarczyński W. (2002), *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, PWE, Warszawa.

FUNDAMENTAL STRENGTH OF THE COMPANY AND VALUE INVESTING, GROWTH INVESTING STRATEGIES

Abstract: *Purpose* – The purpose of the article is to define the fundamental strength of the company and to position it in terms of value investing and growth investing strategies.

Design/Methodology/approach – The study has a methodical aspect and focuses on proper understanding of the company's fundamental strength essence. The article is based on critical analysis of the literature as well as on research methods such as: analysis, synthesis, comparison and reasoning by analogy.

Findings – The result of the article is the definition of the fundamental strength of the company and its place in the context of the value investing and growth investing strategies.

Originality/value – The originality of the article manifests itself in the author's definition of the fundamental strength of the company and its role in the investment process.

Keywords: fundamental strength of the company, intrinsic value, value investing, growth investing, growth at reasonable price (GARP)

Cytowanie

Mikołajewicz G. (2014), *Sila fundamentalna przedsiębiorstwa a strategie value investing i growth investing*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 327–337; www.wneiz.pl/frfu.

