


Aleksandra Pieloch-Babiarz
Artur Sajnóg

Podstawy analizy fundamentalnej

Podjęcie strategiczne



**AKADEMIA
ZARZĄDZANIA
I FINANSÓW**

 WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Podstawy analizy fundamentalnej

Podjęcie strategiczne





WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Aleksandra Pieloch-Babiarz
Artur Sajnóg

Podstawy analizy fundamentalnej

Podjęcie strategiczne

**AKADEMIA
ZARZĄDZANIA
I FINANSÓW**



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Łódź 2016

Aleksandra Pieloch-Babiarz, Artur Sajnog – Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41

RECENZENT

Paweł Kosiń

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

Katarzyna Gorzkowska

SKŁAD I ŁAMANIE

Munda – Maciej Torz

PROJEKT OKŁADKI

Katarzyna Turkowska

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/pressmaster

© Copyright by Authors, Łódź 2016

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.07358.16.0.K

Ark. wyd. 10,0; ark. druk. 13,375

ISBN 978-83-8088-144-0

e-ISBN 978-83-8088-145-7

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. (42) 665 58 63

Mężowi Krzysztofowi

Żonie Joannie

Spis treści

Wprowadzenie	9
Rozdział I	
Podstawowe problemy i założenia analizy fundamentalnej	13
1. Istota i cele analizy fundamentalnej	13
2. Zakres analizy fundamentalnej	20
3. <i>Problemy</i>	24
4. <i>Pytania testowe</i>	25
Rozdział II	
Fundamenty działania przedsiębiorstwa	27
1. Pojęcie przedsiębiorstwa i cele jego działania	27
2. Uwarunkowania decyzji finansowych na tle celów interesariuszy przedsiębiorstwa	37
3. Formy organizacyjno-prawne przedsiębiorstw	42
4. Źródła finansowania przedsiębiorstw	53
5. Rola i znaczenie finansów w przedsiębiorstwie	67
6. <i>Problemy</i>	74
7. <i>Pytania testowe</i>	75
Rozdział III	
Analiza makrootoczenia przedsiębiorstwa	77
1. Składniki makrootoczenia przedsiębiorstwa	77
2. Metody analizy makrootoczenia przedsiębiorstwa	84
2.1. Koncepcje bezscenariuszowe	84
2.2. Koncepcje scenariuszowe	99
3. <i>Problemy</i>	113
4. <i>Pytania testowe</i>	114
5. <i>Zadania do samodzielnego rozwiązania</i>	115

Rozdział IV

Analiza sektorowa**119**

1. Cele i zakres analizy otoczenia konkurencyjnego przedsiębiorstwa 119
2. Metody analizy sektorowej przedsiębiorstwa 127
3. *Problemy* 159
4. *Pytania testowe* 159
5. *Zadania do samodzielnego rozwiązania* 160

Rozdział V

Analiza sytuacyjna przedsiębiorstwa**163**

1. Cele i zakres analizy potencjału konkurencyjnego przedsiębiorstwa 163
2. Metody analizy sytuacyjnej przedsiębiorstwa 166
3. *Problemy* 191
4. *Pytania testowe* 192
5. *Zadania do samodzielnego rozwiązania* 193

Zakończenie 197

Bibliografia 201

Spis tabel 209

Spis rysunków 211

Odpowiedzi do pytań testowych 213

Wprowadzenie

Intensywny rozwój rynków kapitałowych na świecie odsłania potrzebę poznawania, kształtowania i wykorzystywania wielkiego bogactwa instrumentarium oraz mechanizmów służących podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Rozwojowi giełd papierów wartościowych, wzrrostowi ich roli i znaczenia w możliwościach inwestowania kapitału towarzyszą emocje, rozterki i nadzieje inwestorów giełdowych. Emocje związane są ze zmiennością kursów giełdowych papierów wartościowych; rozterki pojawiają się w związku z wyborem walorów, wielkością transakcji, czasem trwania inwestycji, miejscem ich zakupu i sprzedaży oraz wyborem emitenta; natomiast nadzieje łączą się z dochodowością i efektywnością działań inwestycyjnych. Wybór wysoce rentownej inwestycji w papiery wartościowe uwarunkowany jest przeprowadzeniem wielu złożonych i wieloaspektowych badań przedsiębiorstw oraz ich otoczenia rynkowego. Jedną z metod i zarazem instrumentem badań, które mają pomóc inwestorowi w podjęciu decyzji inwestycyjnych, jest analiza fundamentalna.

Analiza fundamentalna to instrument poszukiwania wewnętrznej wartości akcji. Polega na badaniu szeregu czynników, warunków i zjawisk, które w istotny sposób mogą wpływać na przyszłe dochody i dywidendy spółek, dając wyraz oczekiwanej stopie zwrotu dla inwestora przy określonym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Inwestorzy, rozważając opłacalność inwestycji w akcje konkretnej spółki, nie mogą ograniczyć się jedynie do badania jej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Powinni skupić się na kompleksowej analizie danego podmiotu gospodarczego w ujęciu mikro-, mezo- i makroekonomicznym.

Przeprowadzenie analizy fundamentalnej składa się z kilku etapów: analizy makroekonomicznej, sektorowej, sytuacyjnej, finansowej oraz wyceny akcji danej spółki. Trzy pierwsze etapy analizy fundamentalnej (tj. analiza makrootoczenia, sektorowa i sytuacyjna) – związane w głównej mierze z analizą strategiczną przedsiębiorstwa – można uznać za solidne podstawy jej skutecznego przeprowadzenia. Dostarczają bowiem

odpowiedzi na pytanie: w jakich warunkach działa i będzie funkcjonowało przedsiębiorstwo, jakie przyjęło strategie oraz jakie ścieżki rozwoju będzie mogło realizować w przyszłości? Ta część analizy fundamentalnej jest niezmiernie ważna dla inwestora, gdyż dostarcza informacji o potencjalnych możliwościach i ograniczeniach rozwoju, atrakcyjności na rynku oraz warunkach i sposobach wypracowania przyszłych wyników finansowych spółki. Zmiany tych parametrów prowadzą niewątpliwie do zmiany kursu giełdowego akcji spółki. Należy zatem podkreślić istnienie silnego związku między przeprowadzaniem analizy strategicznej a działaniami wieńczącymi analizę fundamentalną, tj. analizą ekonomiczno-finansową i wyceną wartości przedsiębiorstwa. Związek ten dotyczy prognozowania zarówno określonych kwestii finansowych, jak i przyjmowanych charakterystyk odzwierciedlających poziom ryzyka dywersyfikowalnego oraz niedywersyfikowalnego.

Podstawowym celem książki jest wskazanie na wielość, złożoność i różnorodność zjawisk zachodzących w toku zarządzania przedsiębiorstwem, a tym samym – na konieczność wykorzystania szeregu metod, technik i narzędzi analizy strategicznej służących prawidłowej ocenie jednostki i jej otoczenia, z drugiej strony zaś kompleksowe, a zarazem syntetyczne ujęcie najważniejszych problemów, dylematów i sposobów wyboru inwestycji kapitałowej z wykorzystaniem analizy fundamentalnej. Inwestorzy giełdowi, mając do dyspozycji wiele różnorodnych informacji płynących z przedsiębiorstwa i rynku, zmuszeni są do wnikliwej ich analizy nie tylko pod kątem spełniania określonych oczekiwań w zakresie stóp zwrotu, lecz przede wszystkim strategicznych celów organizacji, optymalnej strategii inwestycyjnej itp.

Publikacja składa się z pięciu rozdziałów, dotyczących merytoryczno-metodycznych problemów przeprowadzania analizy fundamentalnej przedsiębiorstw, ze szczególnym zwróceniem uwagi na wykorzystanie analizy strategicznej.

Rozdział pierwszy, noszący tytuł *Podstawowe problemy i założenia analizy fundamentalnej*, został poświęcony kluczowym kwestiom związanym z inwestowaniem na rynkach kapitałowych. Omówiono tu zagadnienia odnoszące się do istoty, zakresu i celu analizy fundamentalnej w kontekście analizy technicznej.

Rozdział drugi, *Fundamenty działania przedsiębiorstwa*, ma charakter wprowadzenia w tematykę istoty jego funkcjonowania. W tej części pracy została ujęta obszerna tematyka związana z pojęciem i celami działania jednostki gospodarczej, ze szczególnym uwzględnieniem uwarunkowań decyzji finansowych na tle zróżnicowanych celów interesariuszy. W dominującym nurcie rozważań znalazły się również formy organizacyjno-prawne przedsiębiorstw, istota zarządzania finansowego oraz – tak

ważne z punktu widzenia inwestora giełdowego – źródła finansowania działalności i rozwoju przedsiębiorstwa.

Rozdział trzeci, dotyczący analizy makrootoczenia przedsiębiorstwa, stanowi próbę syntetycznego przedstawienia zasadniczych metod i narzędzi wykorzystywanych w procesie analizy zewnętrznych uwarunkowań działania podmiotu gospodarczego w określonym środowisku gospodarczym. Zaprezentowane w tej części pracy scenariuszowe oraz bezscenariuszowe metody analizy strategicznej dostarczają kluczowych informacji o zewnętrznych warunkach i możliwościach funkcjonowania oraz rozwoju przedsiębiorstw, a tym samym służą inwestorom giełdowym w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

W rozdziale czwartym, zatytułowanym *Analiza sektorowa*, skupiono się na identyfikacji, analizie i ocenie determinant implikujących całością zróżnicowanych celów oraz złożonych strategii przedsiębiorstwa, w tym w szczególności strategii budowania i utrzymywania pozycji i przewagi konkurencyjnej na rynku. Z bardzo rozległej, a zarazem złożonej dziedziny teorii i praktyki analizy otoczenia konkurencyjnego przedsiębiorstw wydobyto najistotniejsze informacje oraz ukazano możliwości implementacji najważniejszych metod, technik i narzędzi badawczych wykorzystywanych w procesie przeprowadzania analizy fundamentalnej.

Rozdział piąty poświęcony został sposobom sytuacyjnej analizy przedsiębiorstwa i możliwości jego funkcjonowania na rynku. W tej części pracy zaprezentowano wybrane metody oceny potencjału strategicznego podmiotu gospodarczego, z uwzględnieniem odpowiednio dobranych, konkurencyjnych zasobów i umiejętności, jak również zdolności przedsiębiorstwa do ich innowacyjnego i efektywnego wykorzystania w celu wzmocnienia pozycji strategicznej na tle sektora lub branży.

Rozdziały opracowania wzbogacono pytaniami otwartymi i testowymi oraz zadaniami niezbędnymi do opanowania materiału, a także usystematyzowania informacji zaprezentowanych w poszczególnych częściach pracy.

Niniejszy podręcznik adresowany jest zarówno do szerokiego kręgu młodzieży akademickiej kierunków ekonomicznych i zarządzania, kadry kierowniczej przedsiębiorstw, jak i początkujących inwestorów giełdowych, pragnących zdobyć i wykorzystać fundamentalną wiedzę o istocie, etapach, sposobach i możliwościach wyboru efektywnych inwestycji kapitałowych w akcje spółek giełdowych. Ujęte w publikacji zagadnienia, różnorodne metody, techniki i narzędzia badawcze to wybrane problemy merytoryczno-metodyczne analizy fundamentalnej, głównie poświęcone analizie strategicznej przedsiębiorstwa. Autorzy podjęli próbę omówienia najważniejszych i najczęściej wykorzystywanych w praktyce gospodarczej

sposobów przeprowadzania analizy strategicznej, jednocześnie zdając sobie sprawę, iż prezentowane opracowanie należy traktować jako pewnego rodzaju kompendium podstawowej, wstępnej wiedzy z zakresu analizy fundamentalnej.

Autorzy książki serdecznie dziękują Panu Profesorowi Janowi Durajowi – wieloletniemu Kierownikowi Katedry Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa Uniwersytetu Łódzkiego – za cenne uwagi i inspiracje naukowe dostarczane w trakcie powstawania niniejszej publikacji. Ponadto dziękują Szanownemu Recenzentowi – Panu Profesorowi Pawłowi Kosiniowi z Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach – za konstruktywne sugestie i komentarze, które nadały pracy pełniejszy, bardziej zrozumiały charakter. Oddzielne podziękowania składamy naszym Najbliższym.

*Aleksandra Pieloch-Babiarz
Artur Sajnog*

ROZDZIAŁ I

PODSTAWOWE PROBLEMY I ZAŁOŻENIA ANALIZY FUNDAMENTALNEJ

1. Istota i cele analizy fundamentalnej

W podejmowaniu decyzji inwestycyjnych niezbędna jest umiejętność dokonywania trafnej oceny zjawisk i procesów zachodzących na rynku inwestycyjnym. Najprostsze rozwiązania dotyczą instrumentów finansowych nieobarczonych znacznym ryzykiem, gdyż stosunkowo łatwo podjąć decyzję w sprawie lokat bankowych czy obligacji. Jednak inwestor nie może oczekiwać, że instrumenty o niskim ryzyku przyniosą znaczne zyski, szczególnie w krótkim okresie. Wyższe zyski mogą przynieść natomiast inwestycje na rynku akcji, instrumentów pochodnych, walut czy surowców, ale dynamiczne zmiany cen tych instrumentów zwykle wiążą się ze znacznym ryzykiem, na które inwestor powinien być przygotowany. Ta zmienność wymaga od inwestorów konieczności analizy sytuacji na rynku inwestycyjnym.

Mimo istnienia grupy inwestorów, którzy zarabiają na rynku papierów wartościowych wyłącznie na podstawie przewidywań, intuicji itp., w większości przypadków mamy do czynienia ze stosowaniem rozbudowanych narzędzi wspierających podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Wiele z nich koncentruje się na analizie sytuacji historycznych (*ex post*), część zaś dotyczy analizy *ex ante*, która polega na prognozowaniu zjawisk w przyszłości. Bez względu na rodzaj prowadzonej analizy, niezbędne staje się ciągłe śledzenie sytuacji oraz przewidywanie, w którym kierunku będzie podążał rynek. Transakcje na rynkach finansowych przebiegają w otoczeniu wielu informacji mających bezpośredni bądź pośredni wpływ na wycenę instrumentów finansowych.

Współczesny rynek kapitałowy, który staje się coraz bardziej dynamiczny, umożliwia inwestorom wykorzystanie takich strategii, które w efektywny sposób pozwolą na przewidywanie przyszłych zmian cen rynkowych. Ze stosowaniem odpowiednich strategii na rynku akcji wiąże się nieodłącznie pojęcie **efektywności rynku** (ang. *market efficiency*).

Ogólnie rzecz biorąc, rynek uznaje się za efektywny, gdy cała dostępna informacja o instrumencie finansowym jest natychmiast odzwierciedlana w jego cenie¹. Inaczej mówiąc, rynek kapitałowy jest efektywny w sensie informacyjnym, jeżeli zapewnia szybki transfer informacji do wszystkich uczestników rynku tak, że informacja ta jest w pełni i bezzwłocznie uwzględniana w wycenie papierów wartościowych, w związku z czym ceny instrumentów finansowych zawsze odzwierciedlają ich rzeczywistą wartość². Zakłada się zatem, że informacja o instrumencie finansowym dociera jednocześnie do wszystkich inwestorów, którzy natychmiast podejmują decyzje inwestycyjne. Jeśli rynek jest w pełni efektywny, to pojawienie się informacji spowoduje jej natychmiastowe odzwierciedlenie w cenie, a tym samym żaden inwestor nie osiągnie przewagi nad innymi inwestorami.

Hipoteza rynku efektywnego została zapoczątkowana w literaturze przez E. F. Fama i związana była ze spełnieniem założenia dotyczącego zerowych kosztów pozyskania informacji i kosztów transakcyjnych³. Drugie podejście do definicji rynku efektywnego opiera się na rachunku marginalnym i zakłada, iż ceny odzwierciedlają informację do momentu, gdy krańcowe korzyści płynące z jej wykorzystania nie przekraczają krańcowych kosztów⁴.

Według Famy istnieją trzy wersje hipotezy efektywności rynku, zakładające różne typy informacji, które mają znajdować odzwierciedlenie w cenach papierów wartościowych⁵:

- słaba efektywność rynku,
- średnia efektywność rynku,
- mocna efektywność rynku.

Słaba efektywność rynku (ang. *weak form efficiency*) – dotyczy sytuacji, gdy za informacje o akcji uważa się ceny akcji w przeszłości. Jeśli zatem rynek jest słabo efektywny, to informacje o cenach akcji w przeszłości są natychmiast odzwierciedlane w bieżącej cenie akcji. W praktyce oznacza to, że analiza kształtowania się cen akcji w przeszłości i wypracowanie pewnych strategii obrotu nie daje ponadprzeciętnych efektów, gdyż te informacje są już odzwierciedlone w cenie.

Średnia efektywność rynku (ang. *semi-strong form efficiency*) – dotyczy sytuacji, gdy za informacje o akcji uważa się wszystkie publicznie

1 K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje: instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, WN PWN, Warszawa 2005, s. 87.

2 W. F. Sharpe, *Investments*, Prentice Hall International, London 1995, s. 105–107.

3 E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, no. 25, s. 383–417.

4 E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, „Journal of Finance” 1991, no. 46, s. 1575–1617.

5 E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory...*, s. 383–417.

dostępne informacje o tej akcji (a zatem m.in. ceny akcji w przeszłości). Jeśli zatem rynek jest średnio efektywny, to wszystkie publicznie dostępne informacje o akcji są natychmiast odzwierciedlane w bieżącej cenie akcji. W praktyce oznacza to, że szczegółowa analiza cen akcji oraz analiza spółek emitujących akcje nie daje ponadprzeciętnych efektów, gdyż te informacje są już odzwierciedlone w cenie.

Mocna efektywność rynku (ang. *strong form efficiency*) – dotyczy sytuacji, gdy za informacje o akcji uważa się wszystkie dostępne informacje o akcji (w tym publicznie dostępne takie informacje). Jeśli zatem rynek jest mocno efektywny, to wszystkie dostępne informacje o akcji są natychmiast odzwierciedlane w bieżącej cenie akcji. W praktyce oznacza to, że korzystanie z „wewnętrznych”, niedostępnych publicznie informacji dotyczących spółek nie daje ponadprzeciętnych dochodów, gdyż te informacje są już odzwierciedlone w cenie⁶.

Na podstawie badań weryfikujących hipotezy efektywności rynku w sensie informacyjnym oraz wniosków z nich wypływających nie można owych założeń jednoznacznie zaakceptować bądź odrzucić.

Hipoteza o mocnej efektywności rynku nie wydaje się prawdziwym ani właściwym opisem rzeczywistości, gdyż istnieje szereg prywatnych i poufnych informacji, które nie mogą być uwzględnione w cenie. Podkreślają to m.in. J. Jaffe⁷, I. Friend, F. Brown, E. Herman i D. Vickers⁸, B. Cornell i R. Roll⁹ oraz polscy autorzy – J. Czekaj, M. Woś i J. Żarnowski¹⁰.

Mniej oczywiste wnioski płyną z badania średniej efektywności rynku. Z jednej strony przedstawiane są argumenty przemawiające przeciwko tej hipotezie, z drugiej zaś – praktyczne analizy wskazują, że publiczne informacje są szybko transferowane i uwzględniane w cenie. Powyższe rezultaty analiz zaprezentowane zostały w pracach m.in.: A. Krausa i H. Stolla¹¹, J. Patella i M. Wolfsona¹², E. F. Fama i K. Frencha¹³, E. F. Fama,

6 K. Jajuga, T. Jajuga, *op. cit.*, s. 87–88.

7 J. Jaffe, *Special Information and Insider Trading*, „Journal of Business” 1974, no. 47.

8 I. Friend, F. Brown, E. Herman, D. Vickers, *A Study of Mutual Funds*, US Government Printing Office, Washington 1962.

9 B. Cornell, R. Roll, *Strategies for Pairwise Competitions in Market and Organizations*, „Bell Journal of Economics” 1981, no. 12 (1).

10 J. Czekaj, M. Woś, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, PWN, Warszawa 2001.

11 A. Kraus, H. Stoll, *Price Impacts of Block Trading on the NYSE*, „Journal of Finance” 1972, no. 27 (3).

12 J. Patell, M. Wolfson, *The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements*, „Journal of Financial Economics” 1984, no. 13 (2).

13 E. F. Fama, K. R. French, *Permanent and Temporary Components of Stock Prices*, „Journal of Political Economy” 1988, no. 96 (2).