Grzegorz Mikołajewicz
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

WARTOŚĆ WEWNĘTRZNA A WARTOŚĆ RYNKOWA AKCJI

Wstęp

Kwestia relacji wartości wewnętrznej akcji do jej wartości rynkowej stanowi bardzo ważne zagadnienie w kontekście podejmowanych przez inwestorów decyzji inwestycyjnych. Chodzi tu głównie o inwestorów opierających swoje decyzje na wskazaniach analizy fundamentalnej, a więc analizy, której celem jest określenie prawdziwej, wewnętrznej (nieodłącznej) wartości papieru wartościowego na podstawie wszechstronnej analizy makro-, mikrootoczenia i wnętrza danego podmiotu[1]. Otrzymaną w tym procesie wartość wewnętrzną porównuje się następnie z wartością rynkową akcji, określając tym samym stopień niedowartościowania i przewartościowania waloru. Występowanie różnicy między wewnętrzną wartością akcji a jej wartością rynkową jest więc dla inwestora sygnałem do podjęcia decyzji o kupnie lub sprzedaży danego papieru wartościowego, przy czym przyjmuje się na ogół, że jest to inwestycja średnio- i długoterminowa (okres ten nie jest jednoznacznie sprecyzowany).

Kupowanie po cenach niższych od wartości wewnętrznej stanowi swoisty margines bezpieczeństwa (ang. *margin of safety*) dla inwestora (Graham i Dodd 2009, s. 372-375). Należy zaznaczyć, że analiza fundamentalna nie wyklucza 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.

Jak widać, analizę fundamentalną cechuje swoisty optymizm poznawczy, a więc przekonanie o możliwości poznania mechanizmów i czynników kształtujących war-

[1] 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*.

tość przedsiębiorstwa (Hamrol 2008, s. 6). Podejście to 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 wad: obawy co do wiarygodności, jakości i aktualności wykorzystywanych danych, trudności w przypisaniu właściwej wagi poszczególnym czynnikom, ograniczoną czasowo ważność prognoz i rekomendacji, założenie, że analityk jest kompetentny, nadmierną wiarą w to, że rynek dostrzeże wartość wewnętrzną, niemożliwy do uchwycenia wpływ zdarzeń losowych, incydentalnych, brak wskazań co do czasu kupna/sprzedaży (Costa 2000).

Autor artykułu stoi jednak na stanowisku, że wyżej wymienione wady nie przekreślają 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 się jej zaniechać. Już bowiem sam proces analizy, logicznego myślenia powinien pogłębić naszą wiedzę w zakresie sytuacji przedsiębiorstwa, a co za tym idzie, zmniejszyć nasz niepokój i dostarczyć merytorycznych przesłanek do podjęcia decyzji. Nie należy także pozwolić, aby myśl o precyzyjnym określeniu wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa paraliżowała nasze działania. Jak stwierdza J.C. Ritchie (1997 s. 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[2]. Również czas kupna/sprzedaży nie powinien odgrywać tak dużej roli, jaka jest mu przypisywana przez niektórych inwestorów. Jak stwierdzają B. Graham i D.L. Dodd (2009, s. 34, 35; Graham 2007, s. 179-182), 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 i Dodd 2009, s. 703, 704).

[2] Jak stwierdzają B. Graham i D.L. Dodd (2009, s. 48, 66), bardzo możliwe, że uda nam się ocenić, czy kobieta jest wystarczająco dorosła, aby móc głosować, że pomimo nie znamy jej wieku, czy też dany mężczyzna jest cięższy niż być powinien bez poznania jego dokładnej wagi.

1. Standardy wartości wewnętrznej i wartości rynkowej akcji

Wartość wewnętrzna (nieodłączna, fundamentalna, ang. *intrinsic value, fundamental value*) definiowana jest jako wartość wynikająca bezpośrednio z rzeczywistej zdolności wycenianego waloru do generowania dochodów, opiera się na jego charakterystykach wewnętrznych i potencjale wzrostu, abstrahuje od wpływu specyficznego inwestora (co odróżnia ją od wartości inwestycyjnej, relatywnej) czy też bieżących warunków na rynku kapitałowym (Michalski 2001, s. 12, 13). Jest więc wartością możliwe najbardziej uniwersalną, często nazywaną także wartością prawdziwą, realną czy rzeczywistą. W literaturze można czasami spotkać odmienne definicje wartości wewnętrznej – sugerujące, że jest to wartość subiektywna, a nie obiektywna[3]. Jak się jednak wydaje, subiektywność rozumiana jest tam nie tyle jako modyfikowanie działalności przedsiębiorstwa i przepływów z tym związanych w myśl założeń oraz strategii dokonującego wyceny, ale jako podkreślenie indywidualnego, jednostkowego charakteru określenia wartości spółki, przy danych ograniczeniach informacyjnych i percepcyjnych wyceniającego.

Wśród standardów wartości dotykających kwestii wyceny rynkowej wyróżnić można dwa główne, tj. rzeczywistą wartość rynkową (ang. *fair market value*) i wartość rynkową (ang. *market value*) (Michalski 2001, s. 9, 10; Zarzecki 1999, s. 29, 30).

Rzeczywista (rzetelna, sprawiedliwa, ang. *fair market value*) wartość rynkowa to cena, której w danym momencie kupujący mógłby w sposób uzasadniony oczekiwać, a którą sprzedający byłby gotów zaakceptować, o ile walor zostałby wystawiony na sprzedaż na otwartym rynku, przy założeniu, że zarówno kupujący, jak i sprzedający działają racjonalnie, są w posiadaniu wszelkich związanych z transakcją informacji oraz że żaden z nich nie działa pod przymusem. Wartość ta jest więc wartością chwilową, a zarazem swoistym konsensusem osiągniętym przez strony transakcji. Przyjmuje się, że strony te kierują się zwykłymi, uniwersalnymi dla przeciętnego inwestora kryteriami, przesłankami i motywami oraz że działają racjonalnie. Wartość ta jest natomiast obciążona bieżącymi warunkami rynkowymi, nastrojami panującymi na rynku, trendami czy stanami emocjonalnymi jego uczestników.

Tych ostatnich cech pozbawiona ma być wartość rynkowa, definiowana jako wartość odzwierciedlająca najbardziej prawdopodobną cenę, przy której dany walor stałby się przedmiotem transakcji kupna/sprzedaży na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku, z zachowaniem wszelkich warunków rzetelnej transakcji, w sytuacji gdy kupujący i sprzedający działają racjonalnie, bez specyficznych motywacji i na podstawie dostatecznych informacji. To właśnie wprowadzenie warunku dostatecznie konkurencyjnego i otwartego rynku eliminować ma wyżej wspomniane kwestie oraz związane z nimi wahania cen.

[3] Por. Puławski M., Instrumenty finansowe rynku kapitałowego, MSM, Warszawa 1994, za: (Jaworski 1999, s. 41).

Przedstawione powyżej rozróżnienie wartości rynkowych wydaje się sztuczne, a ostatni z przytoczonych powyżej standardów ma charakter typowo teoretyczny. W dalszej części artykułu termin wartość rynkowa stosowany będzie w rozumieniu rzeczywistej wartość rynkowej, a więc tej, którą możemy zaobserwować bezpośrednio na rynku kapitałowym.

Na zakończenie niniejszych rozważań warto także zaznaczyć, że terminy cena i wartość nie muszą być tożsame, mimo iż często bywają używane jako synonimy (Jaki 2008, s. 25, 26). Cena kształtuje się 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). Należy także zwrócić uwagę na wpływ, jaki wywierają na cenę takie czynniki, jak: relacja popytu do podaży, siła przetargowa stron oraz przyjęta przez nie strategia.

2. Czynniki kształtujące relację wartości wewnętrznej do wartości rynkowej akcji

Przesłanką leżącą u podstaw analizy fundamentalnej jest przekonanie o istnieniu silnych związków przyczynowo-skutkowych pomiędzy sytuacją ekonomiczno-finansową 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 (wartość rynkowa) powinna możliwie najpełniej odzwierciedlać zmiany wartość wewnętrznej. Reakcja cen rynkowych powinna być szybka i adekwatna, nie powinny przy tym występować późniejsze korekty, spowodowane 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, uzależniony jest od jego efektywności.

Wyróżnić można trzy rodzaje efektywności[4]: efektywność alokacyjną, transakcyjną (operacyjną) i informacyjną. W niniejszych rozważaniach kluczowe znaczenie odgrywa ta ostatnia. Według E. Famy (1970, s. 383), rynek efektywny w ujęciu informacyjnym to taki, na którym ceny papierów wartościowych zawsze w pełni odzwierciedlają dostępne informacje. E. Fama (1970, s. 383, 388; Haugen 1996, s. 714-733) wyróżniają trzy formy efektywności rynku:

[4] Więcej informacji na ten temat można znaleźć w: (Gurgul 2006, s. 14).

- efektywność słaba *(weak form),* w której ceny walorów uwzględniają wszelkie informacje zawarte w notowaniach historycznych (nie powinna zatem istnieć możliwość przewidywania przyszłych cen papierów wartościowych za pomocą analizy cen danego waloru w przeszłości, wykorzystania analizy technicznej);
- efektywność średnia *(semi-strong form)*, w której ceny walorów dostosowują się do wszelkich publicznie dostępnych informacji (nie powinno być zatem możliwe uzyskiwanie ponadnormalnych stóp zwrotu w długim okresie na podstawie analizy publicznie dostępnych informacji, wykorzystania analizy fundamentalnej);
- efektywność silna *(strong form,* EMH - *the efficient market hipothesis)*, w której ceny walorów uwzględniają wszelkie informacje zarówno te publicznie dostępne, jak i prywatne (żaden z graczy, nawet posiadając informacje poufne, *insider trading*, nie powinien uzyskiwać w długim okresie ponadnormalnej stopy zwrotu).

Szczególnie ostatnia forma efektywności budzi wiele kontrowersji. Oznacza bowiem, że (Haugen 1996, s. 724):

- ceny papierów wartościowych powinny reagować bezzwłocznie i adekwatnie na nowe informacje;
- zmiany cen papierów wartościowych powinny mieć charakter losowy (zmiana ceny w danym dniu nie powinna mieć związku ze zmianą ceny w dniu poprzednim czy innym dniu w przeszłości);
- na rynku efektywnym nie powinno być inwestycji generujących ponadprzeciętne stopy zwrotu – walory są zawsze właściwie wycenione, nie ma aktywów przewartościowanych, niedowartościowanych;
- oddzielenie inwestorów lepiej i gorzej poinformowanych nie prowadzi do określenia różnic w dochodowości dokonywanych przez nich inwestycji (rozbieżność zysków realizowanych przez obie powyższe grupy powinna mieć charakter losowy i nie powinna być istotna, tj. nie powinna być wywołana jakimś systematycznym czynnikiem, np. zdolnością do wyszukiwania nowych informacji).

Hipoteza E. Famy o efektywności rynku kapitałowego bazuje także na trzech założeniach, które są trudne do spełnienia w rzeczywistości, a mianowicie że (Szyszka 2003, s. 15, 16):

- inwestorzy dokonują racjonalnej wyceny walorów i dążą do maksymalizacji zysków (jak wiemy racjonalność ludzka bywa ograniczona, każdy popełnia błędy, a nasza percepcja faktów jest często niepełna, inwestorzy poddają się także emocjom);
- jeżeli część z inwestorów okaże się irracjonalna, to ich indywidualne działania będą miały charakter losowy i wzajemnie się zniosą, nie wpływając na ceny (założenie to nie bierze pod uwagę zachowań grupowych, efektów naśladownictwa itd. obserwowanych na rynku);

– jeśli nawet inwestorzy zachowują się w sposób nieracjonalny w pewnych granicach, co mogłoby mieć wpływ na ceny walorów, to natrafią oni na inwestorów racjonalnych, którzy, wykorzystując arbitraż, wyeliminują ten wpływ (ważną kwestią w tym przypadku staje się czas, w jakim nastąpi wspomniana korekta, a więc długość trwania odchyleń ceny rynkowej od wartości wewnętrznej oraz fakt, że możliwości zastosowania arbitrażu mogą być ograniczone, np. z powodu zbytnich kosztów).

Jak zaznacza sam E. Fama (1970, s. 388), hipoteza rynku efektywnego jest hipotezą skrajną i trudno spodziewać się, że będzie spełniona w sensie dosłownym. Podział na trzy formy efektywności ma raczej służyć określaniu poziomu informacji, przy którym hipoteza ta załamuje się. E. Fama dodaje także, że nie ma jednak istotnych dowodów na to, aby odrzucić hipotezę o słabej i średniej efektywności rynku, a argumenty za odrzuceniem EMH są ograniczone. Obecnie w literaturze można znaleźć wiele badań potwierdzających i obalających wyżej wymienione formy efektywności (Fama 1970; Fama 1991; Haugen 1999; Szyszka 2003; Malkiel 2003), a dowody empiryczne w postaci realizowanych z sukcesem inwestycji przy wykorzystaniu analizy technicznej i fundamentalnej zdają się świadczyć o tym, iż nie można mówić o czystych i stabilnych w czasie formach efektywności.

E. Fama (1970, s. 387) sformułował także trzy warunki wystarczające do efektywności rynku, tj.: brak kosztów transakcyjnych, powszechny i bezpłatny dostęp do informacji oraz zgodność wszystkich uczestników co do wpływu nowych informacji na cenę walorów.

Jak pokazuje praktyka gospodarcza, warunki te są trudne do spełnienia. Inwestorzy muszą bowiem ponosić koszty transakcyjne, a także wydatki związane z pozyskiwaniem informacji. Należy bowiem pamiętać, że informacja stała się w dzisiejszych czasach szczególnie cennym dobrem, o które, tak jak i o inne zasoby, trwa walka. Najświeższe informacje są obiektem nieustannych poszukiwań (istnieją wyspecjalizowane serwisy i bazy danych udostępniające odpłatnie najnowsze informacje), a ich szerokie upublicznienie następuje na ogół po pewnym czasie. Jednak nawet te już upublicznione informacje wymagają nierzadko także pewnych wydatków od uczestników rynku – koszty zakupu gazet, opłaty za korzystanie z Internetu itp. Kwestia bezpłatności nie jest także realizowana po stronie przedsiębiorstw czy innych instytucji, które ponoszą koszty, publikując dane. Należy także zaznaczyć, że również trzeci warunek rzadko bywa spełniony w praktyce, informacja bywa bowiem często niejednakowo interpretowana przez uczestników rynku[5], co wywołuje różnorodność podejmowanych decyzji. Warto także zaznaczyć, że informacje nie docierają do wszystkich zainteresowanych stron w tym samym czasie, a poszczególni inwestorzy potrzebują różnej ilości czasu na analizę i podjęcie stosownych decyzji (Andrzejewski 2002, s. 16). Nie wszyscy inwe-

[5] Więcej na temat ograniczeń percepcji inwestorów w procesie przetwarzania informacji znaleźć można w: (Libby, Bloomfield i Nelson 2001; Hirshleifer i Teoh 2002).

storzy potrafią też należycie oszacować prawdopodobieństwo przyszłych zdarzeń czy też ocenić dane prognostyczne.

Warto także zaznaczyć, że w dalszym ciągu wiele informacji nie jest ujawnianych przez przedsiębiorstwa, a próby ich antycypowania przez inwestorów prowadzą często (szczególnie w konfrontacji z późniejszymi danymi ze spółek) do nieadekwatnych reakcji rynków. Wydaje się zatem, że o efektywności lepiej jest więc mówić w kontekście szybkości i adekwatności reakcji w obrębie danego zbioru informacji niż tego potencjalnego i pełnego. Definicję efektywności informacyjnej, zgodnej z powyższymi rozważaniami, zaprezentował B. Malkiel[6]: rynek efektywny to taki, który odzwierciedla w cenach walorów w pełni i prawidłowo odpowiednią informację – formalnie rynek jest efektywny w odniesieniu do zbioru informacji, jeżeli ceny walorów nie zmieniają się, gdy informacja z tego zbioru zostanie dostarczona wszystkim uczestnikom. Implikuje to ponadto, że osiąganie zysków tylko na podstawie informacji z tego zbioru nie jest możliwe.

Jeśli chodzi o zależność między wartością wewnętrzną akcji a ich wartością rynkową, to warto zaznaczyć, że sam E. Fama (1965, s. 36) twierdzi, że ceny rynkowe nie muszą zawsze odpowiadać wartościom wewnętrznym, te ostatnie nie są bowiem w świecie niepewności dokładnie znane, powinny być jednak dobrym ich przybliżeniem. W tym kontekście interesującą definicję efektywności rynku przedstawił F. Black. Stwierdził on bowiem, że rynek jest efektywny, jeżeli skala tych odchyleń, jak i okres, w którym są obserwowane zanim zostaną skorygowane, nie są zbyt duże[7]. Z kolei J. Tobin dokonuje rozróżnienia między efektywnością informacyjną i efektywnością fundamentalną (Cunnigham 2000, s. 10). Według tej pierwszej, rynek jest efektywny, jeśli wszystkie dostępne publicznie informacje są uwzględnione w cenie rynkowej, bez względu na ich jakość (czyli także informacje nieistotne z punktu widzenia wartości wewnętrznej)[8]. Efektywność fundamentalna *(fundamental efficiency)* jest pojęciem węższym i oznacza sytuację, w której ceny rynkowe odzwierciedlają wyłącznie informacje dotyczące wartości fundamentalnej aktywów, tym samym cena rynkowa jest jej właściwym przybliżeniem.

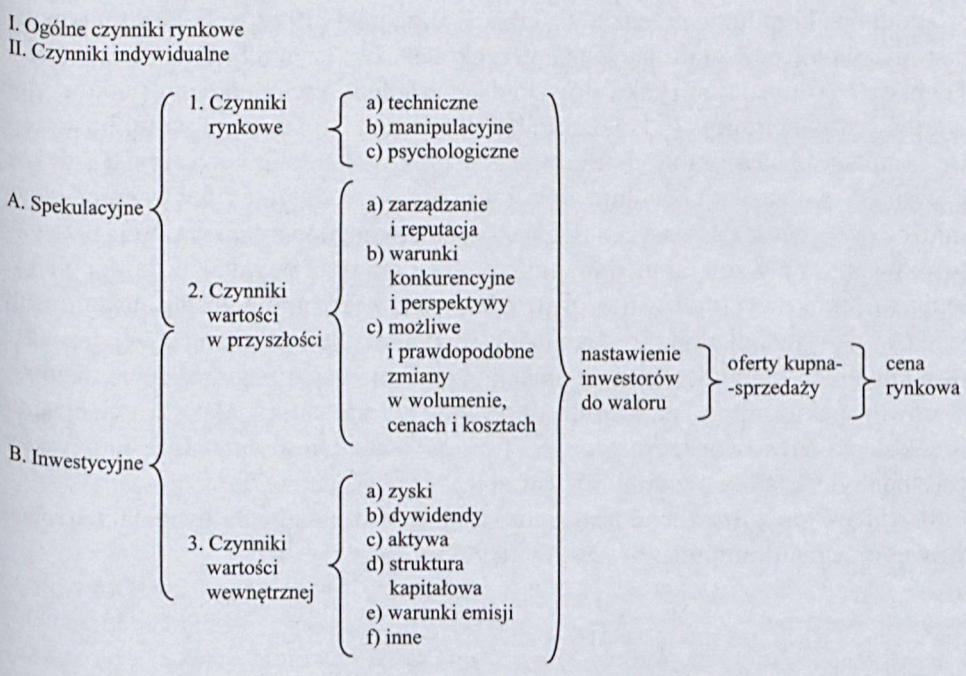
W rzeczywistości trudno zakładać, że mogłaby istnieć efektywność fundamentalna w jej czystej formie. Jak wskazują bowiem B. Graham i D.L. Dodd, istnieje bardzo duża liczba zróżnicowanych pod względem merytorycznym czynników wpływających na cenę rynkową aktywów i jej kształtowanie się w stosunku do wartości wewnętrznej (rys. 1).

---

[6] Por. Malkiel B.G. (1992), *Efficient market hypothesis*, New Palgrave Dictionary of Money and Finance, Macmillan, London, za: (Gurgul 2006, s. 18).

[7] Jako dopuszczalne odchylenia F. Black przyjął arbitralnie (co sam podkreśla) sytuację, w której cena rynkowa jest większa niż połowa wartości wewnętrznej i mniejsza niż jej dwukrotność. F. Black sam konkluduje, że patrząc przez pryzmat tej definicji, prawie wszystkie rynki tzn. przynajmniej 90%, są efektywne niemalże przez cały czas (Black 1986, s. 532–534).

[8] Por. także: teoria szumu inwestycyjnego *(noise theory)*, która zakłada, że część decyzji inwestycyjnych podejmowanych na rynku kapitałowym bazuje na informacjach niezwiązanych z wartością wewnętrzną aktywów. Szerzej np. w: (Cunningham 2000).

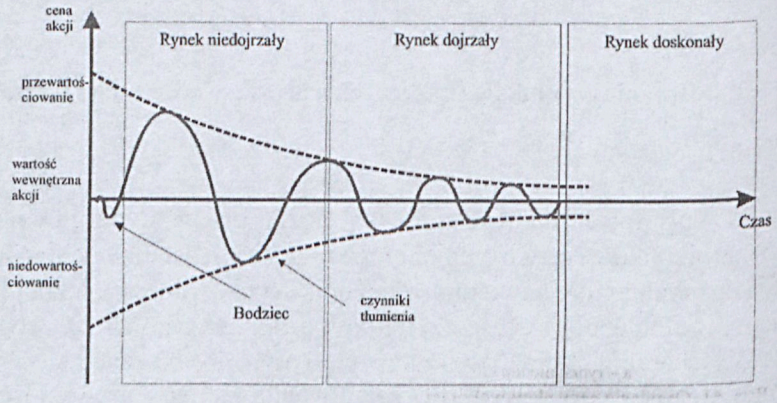


Rysunek 1. Porównanie czynników tworzących wartość wewnętrzną i wartość rynkową akcji
Źródło: (Graham i Dodd 2009, s. 71).

Czynniki wpływające na cenę rynkową można ująć w dwie główne grupy: ogólne czynniki rynkowe oraz czynniki indywidualne. Te ostatnie podzielić można na czynniki spekulacyjne, zawierające czynniki rynkowe (techniczne, manipulacyjne i psychologiczne) i część czynników prognostycznych (ze względu na ich niepewny charakter[9]) oraz czynniki inwestycyjne, odnoszące się do wartości wewnętrznej aktywów, w tym do kształtowania się jej w przyszłości. Na to wszystko nakłada się jeszcze nastawienie inwestorów dotyczące danego waloru oraz stosunek podaży do popytu. Jak stwierdzają B. Graham i D.L. Dodd (2009, s. 70), rynku nie należy traktować jako wagi, na której mierzy się precyzyjnie i obiektywnie wartość każdego waloru ze względu na jego specyficzne charakterystyki, ale raczej jako maszynę do głosowania, w której niezliczona liczba inwestorów rejestruje swoje głosy, oddane częściowo pod wpływem racjonalnych przesłanek, a częściowo emocji.

[9] B. Graham i D.L. Dodd (2009, s. 106) uważają, że inwestycja, czynniki inwestycyjne muszą charakteryzować się wysokim stopniem bezpieczeństwa, inaczej stają się spekulacją. W analizowaniu przyszłości powinniśmy być bardziej dociekliwi niż przepowiadający. Wyceniając spółkę, oszacowujemy co prawda jej przyszłość, ale chodzi o to, aby nasze analizy były oparte możliwie najszerzej na faktach, a nie na oczekiwaniach (Graham i Dodd 2009, s. 482). Podobne opinie prezentuje także Haugen (1999, s. 32 i 41–46).

Podobną konkluzję przedstawia także T. Jaworski (1999, s. 117), wymieniając wśród czynników kształtujących cenę rynkową akcji czynniki fundamentalne, jak i rynkowe (sytuacja na rynku itp.), będące źródłem odchyleń ceny rynkowej od wartości wewnętrznej. T. Jaworski (1999, s. 146-150) stworzył na tej bazie teorię impulsu, behawioralną teorię ewolucji rynków kapitałowych (rys. 2), w której cena rynkowa akcji oscyluje wokół wartości wewnętrznej, tj. występuje dynamiczne przemieszczanie się cen pomiędzy stanami niedowartościowania i przewartościowania. Ze względu na dynamikę tych zmian oraz wynikające z niej odchylenia cen rynkowych od wartości wewnętrznej, wyróżnione zostały trzy rodzaje rynków, tj.: rynek niedojrzały, stan osiągany najczęściej w sytuacji dużej niestabilności gospodarki, parametrów ją opisujących i spekulacyjnego nastawienia inwestorów, rynek dojrzały, na którym obserwuje się niewielki zakres oscylacji oraz rynek doskonały, twór teoretyczny[10], który pozostaje w równowadze i nie wykazuje odchyleń. Istota rozwoju rynków sprowadza się zatem do wygaszania amplitudy wahań[11] oraz rosnącego znaczenia czynników fundamentalnych, jako podstawowego sygnału, impulsu inwestycyjnego.



Rysunek 2. Teoria impulsu
Źródło: (Jaworski 1999, s. 146).

Teoria impulsu, w porównaniu z EMH, oprócz wprowadzenia innego podziału rynków, nie zakłada także losowego charakteru zmian cen akcji oraz podkreśla, że w rzeczywistości rynki nie mogą osiągnąć stanu pełnej równowagi, co dopusz-

[10] Jak stwierdza T. Jaworski, tak długo, jak na giełdzie inwestować będzie człowiek, tak długo czynnik emocjonalny towarzyszący inwestowaniu zaburzać będzie stan równowagi tego rynku (Jaworski 1999, s. 148 i 149).

[11] Do czynników tłumienia zaliczyć można: stabilność parametrów makroekonomicznych i prawnych, poziom edukacji i doświadczenia inwestorów, dostępność i jakość informacji na rynku, napływ kapitałów długoterminowych, rosnącą liczbę profesjonalnych uczestników rynku (Jaworski 1999, s. 148).

cza możliwość stosowania wszystkich metod analizy papierów wartościowych w celu uzyskania ponadprzeciętnych stóp zwrotu (Jaworski 1999, s. 151). Jednym z założeń modelu jest także przyjęcie subiektywizmu wycen dokonywanych przez poszczególnych inwestorów (Jaworski 1999, s. 146, 147).

Kwestię odchyleń cen rynkowych od wartości wewnętrznej poruszył także D. Cassidy (2000, s. 152, 153). Wyróżnił on dwa modele kształtowania się cen rynkowych. W przypadku pierwszego modelu ceny rynkowe oscylują wokół wartości fundamentalnej, a odchylenia wywołane są czynnikami emocjonalnymi, zmiennymi fazami optymizmu i pesymizmu inwestorów. Drugi model przedstawia oscylację cen wokół trendu wywołanego modą. W takim przypadku wzrost wartości akcji wynikający z przesłanek fundamentalnych jest znacznie mniejszy niż aprecjacja spowodowana modą. Oznacza to, że ceny rynkowe oscylują wokół trendu wywołanego modą, a nie wartości fundamentalnej aktywów[12]. Taka sytuacja kończy się na ogół pęknięciem bańki spekulacyjnej i znaczną korektą cen (dobrym przykładem może być tutaj bańka internetowa obserwowana w USA czy Polsce, zakończona korektą w 2000 r.)[13].

Przed takimi sytuacjami ostrzegał już dużo wcześniej J.M. Keynes (1936, charter 12), który przedstawił rynek jako konkurs piękności, na którym inwestorzy wybierają spółki nie na podstawie przesłanek merytorycznych, wartości fundamentalnej, ale skupiają się na spółkach cieszących się zainteresowaniem innych graczy oraz tych, co do których przewidują, że zainteresowanie to będzie rosnąć, a inni gracze będą skłonni płacić coraz więcej. To z kolei prowadzi do zachowań stadnych i jest częstą przyczyną wspomnianych już wcześniej bąbli spekulacyjnych i ich załamań.

Warto także pamiętać, że na efektywność rynku mają także wpływ inne błędy o podłożu psychologicznym, ograniczenia w percepcji informacji oraz niestabilność preferencji uczestników rynku[14]. Okazuje się, że nawet profesjonalni uczestnicy są na nie podatni, a mechanizm samokorygujący rynku nie zawsze musi być skuteczny (ograniczone możliwości arbitrażu, możliwości finansowe, regulacyjne, infrastrukturalne etc.). W szczytowych fazach bessy bądź hossy zaburzeniu ulega często racjonalne postrzeganie sytuacji oraz obiektywna ocena spółek. Informacje fundamentalne są wtedy ignorowane, często też ta sama informacja bywa różnie odczytywana w zależności od fazy, w jakiej znajduje się rynek. Należy także pamiętać o tym, że występują różnice w postrzeganiu pewnych faktów przez inwestorów.

[12] Pomimo iż zarówno moda, jak i czynniki giełdowe powodują, że w krótkim okresie ceny akcji odchylają się od ich wartości wewnętrznej (mamy do czynienia z okresami przewartościowania i niedowartościowania), D. Cassidy (2000, s. 148 i 150) uważa, że w długim okresie to jednak czynniki fundamentalne niezaprzeczalnie kształtują ceny walorów.

[13] Badania w USA, dotyczące okresu hossy internetowej, potwierdziły nawet przypadki, w którym komunikat o zmianie nazwy spółki poprzez dodanie „.com" (a więc oznaczenie jej jako internetowej) powodował wzrost cen akcji tej spółki, niezależnie od tego, czy podmiot ten prowadził działalność w tym zakresie, czy nie (Cooper, Dimitrov, Rau i 2001).

[14] Szerzej na ten temat w: (Szyszka 2007, s. 45–116).

Efektywność rynku bywa także podważana przez obserwowane na nim anomalie. Zaliczyć do nich można (Szyszka 2003, s. 59-61; 2007, s. 116-121): anomalie kalendarzowe (występowanie systematycznych prawidłowości w układzie stóp zwrotu, np. o określonej porze dnia, dniu tygodnia, poszczególnych miesiącach), anomalie dotyczące reakcji rynku na informacje (reakcje przesadzone, opóźnione), anomalie związane z charakterem spółek (ich wielkością, poziomem wskaźników), bezzasadnie wysoka premia za ryzyko na rynku (wynikająca m.in. z krótkowzrocznej awersji do strat, zbyt małej skłonności do inwestowania na rynku, niewłaściwej dywersyfikacji), zbyt duży (np. w stosunku do zmian wartości wewnętrznej) poziom zmienności cen, naruszenie prawa jednej ceny (ograniczony arbitraż).

Oprócz wyżej wymienionych teorii opisujących kształtowanie się wartości rynkowych aktywów, można wymienić wiele innych, akcentujących czynniki spoza obszaru analizy wartości fundamentalnej, np.: teoria Dowa, teoria fal Elliota, ciąg liczb Fibonacciego, teoria Carolana, teoria Fischera, teoria Ganna, teoria Plummera czy też teoria szumu inwestycyjnego *(nosie theory)*[15].

Zakończenie

Jak wynika z przedstawionych powyżej rozważań, wartość wewnętrzna akcji często odbiega od jej wartości rynkowej. Należy podkreślić, że istnieje wiele czynników, które powodują, że te dwie kategorie wartości nie są sobie równe. Inwestorzy powinni zdawać sobie sprawę z wpływu jaki wywierają na tę relację m.in. różne formy efektywności rynku, ograniczona ilość informacji, percepcja inwestorów, czynniki psychologiczne, obserwowane na rynku anomalie czy też faza, w jakiej znajduje się rynek (hossa, bessa) lub panujące na nim trendy.

Warto zaznaczyć, że stosowanie analizy fundamentalnej, a więc kierowanie się w inwestycjach wartością wewnętrzną, wymaga, aby rynki kapitałowe były efektywne przynajmniej w stopniu dostatecznym, tak by napływające dane i przeprowadzane na ich bazie analizy wykazywały związek (możliwie silny) z kształtowaniem się cen na rynku. Co więcej, to właśnie coraz szersze wykorzystywanie analizy fundamentalnej oraz nieustanne poszukiwanie przez inwestorów nowych informacji w celu osiągania ponadprzeciętnych stóp zwrotu sprzyja niwelowaniu przejawów nieefektywności rynku.

W związku z tym, że wartość wewnętrzna jest pierwotna w stosunku do wartości rynkowej akcji (to wartość wewnętrzna powinna bowiem kształtować ceny rynkowe, a nie na odwrót), właśnie przez jej pryzmat należy dokonywać inwestycji, szczególnie tych średnio- i długoterminowych. Takie podejście zapewnia bowiem właściwą logikę, podbudowę merytoryczną inwestycji oraz należyty margines bez-

[15] Więcej informacji na temat wyżej przytoczonych teorii znaleźć można w: (Nowakowski i Borowski 2005; Plummer 1995; Cunningham 2000).

pieczeństwa, co dobrze widoczne jest w przypadku korekt na giełdach i powrotów cen rynkowych do wartości fundamentalnych.

Bibliografia

Andrzejewski M. (2002), *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, PWN, Warszawa.

Black F. (1986), *Noise*, The Journal of Finance, Vol. XLI, No. 3.

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

Cooper M.J., Dimitrov O., Rau P.R. (2001), *A rose.com by any other name*, Journal of Finance, Vol. 56, Issue 6.

Costa N.A. (2000), *The problems with fundamental analysis*, The Economist, August 19th.

Cunningham L.A. (2000), *From Random Walks To Chaotic Crashes: The Linear Genealogy Of The Efficient Capital Market Hypothesis*, Research paper No. 2000-7.

Fama E.F. (1965), *The behavior of stock-market prices*, Journal of Business, Vol. 38, No. 1.

Fama E.F. (1970), *Efficient capital market: a review of theory and empirical work*, The Journal of Finance, Vol. 25, Issue 2.

Fama E.F. (1991), *Efficient capital markets: II*, The Journal of Finance, Vol. 46, Issue 5.

Graham B. (2007), *Inteligentny inwestor*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa.

Graham B., Dodd D.L. (2009), *Security Analysis*, sixth edition, McGrawHill.

Gurgul H. (2006), *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.

Hamrol M. (2008), *Analiza fundamentalna. Oczekiwania i możliwości*, w: J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.

Haugen R.A. (1996), *Teoria nowoczesnego inwestowania. Obszerny podręcznik analizy portfelowej*, WIG Press, Warszawa.

Haugen R.A. (1999), *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG Press, Warszawa.

Hirshleifer D., Teoh, S.H. (2002), *Limited attention, information disclosure, and financial reporting*, artykuł na konferencję Journal of Accounting and Economics.

Jaki A. (2008), *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer, Kraków.

Jaworski T. (1999), *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym. Teoria impulsu*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Materiały dydaktyczne nr 48, Poznań.

Keynes J.M. (1936), *General Theory of Employment, Interest and Money*, St. Martin's Press, New York.

Libby R., Bloomfield R., Nelson M. (2001), *Experimental research in financing accounting*, artykuł na konferencję Accounting, Organizations and Society.

Malkiel B.G. (2003), *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, CEPS Working Paper No. 91.

Michalski M. (2001), *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG Press, Warszawa.

Nowakowski J., Borowski K. (2005), *Zastosowanie teorii Carolana i Fischera na rynku kapitałowym*, Difin, Warszawa.
Plummer T. (1995), *Psychologia rynków finansowych*, WIG Press, Warszawa.
Ritchie J.C. (1997), *Analiza fundamentalna*, WIG Press, Warszawa.
Szyszka A. (2003), *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań.
Szyszka A. (2007), *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań.
Zarzecki D. (1999), *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.

INTRINSIC VALUE VS. MARKET VALUE OF SHARE

Summary

The aim of this article is to identify the factors shaping the relation between intrinsic value and market value of shares as well as the purposes for which these two differ from each other. Among all important factors the different forms of market effectiveness, limited information, investors' perception, psychological biases, anomalies and phases, trends on capital market were mentioned.

Despite all above, the statement can be sustained that intrinsic value is primal to market value (intrinsic value should shape market prices not the opposite) and it is the right value to focus on while making investment decisions, especially those medium – and long-term ones. Such approach guarantees the appropriate logic, fundamentals for the investment and an adequate safety margin.