

Eryk Łon

Spółki "wygrane" i spółki "przegrane" na przykładzie spółek z WIG20

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 9, 672-684

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

ERYK ŁON

SPÓŁKI „WYGRANE” I SPÓŁKI „PRZEGRANE” NA PRZYKŁADZIE SPÓŁEK Z WIG-20

Cel opracowania

Celem opracowania jest odpowiedź na pytanie, czy oplaca się inwestując w akcje konkretnych spółek stosować kryterium tzw. „spółek wygranych” i „spółek przegranych”. Spółki „wygrane” to te, które cechują się dobrymi wynikami finansowymi z reguły osiągają zyski. Spółki „przegrane” zaś to spółki, które cechują się słabymi wynikami finansowymi, z reguły przynoszą straty. R. A. Haugen wykazał w prowadzonych przez siebie badaniach, że bardziej korzystne dla inwestora giełdowego jest inwestowanie w spółki „przegrane”¹. Okazuje się, że o wiele wyższą stopę zwrotu uzyskuje się inwestując w spółki „przegrane” aniżeli w spółki „wygrane”. W artykule zostanie podjęta próba zweryfikowania tej tezy R. A. Haugena na przykładzie spółek z WIG-u 20.

Kurs akcji spółki a jej wyniki finansowe

Często jest tak, że jak spółka osiąga bardzo dobre wyniki finansowe to w raporcie spółki mówi się, że spółka jest w dobrej kondycji, ma wysoką rentowność i płynność itp. Wskazuje się wtedy na dobre cechy spółki. Powstaje pytanie, czy ta dobra kondycja spółki to argument za kupnem akcji spółki czy argument za ich sprzedażą. Przyjmuje się często, że dobre wyniki spółki to argument za kupnem. Trzeba pamiętać, że rynek dyskontuje przyszłość², a skoro tak,

¹ R. A. Haugen, *Przeciw efektywności rynku*, WIG Press, Warszawa 1999, s. 54-57.

² E. Łon, *Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006, s. 40.

to paradoksalnie jeżeli spółka ma rentowność niską, nawet przynosi straty, ale ma z kolei wysoką płynność, ma dużo gotówki i aktywów płynnych to właśnie może to być okazja do kupna akcji spółki. To, że spółka ma wysoką rentowność samo w sobie nie jest okazją do kupna. Raczej należy szukać tych spółek, które przejściowo przynoszą straty, ale mogą poprawić wyniki finansowe w przyszłości. A. Kostolany stwierdził, że największe pieniądze zarobił kupując akcje tych spółek, które przynosiły przejściowo straty³. Przykładem jest amerykańska spółka Chrysler, która kiedyś na początku lat 80-tych miała trudności, przechodziła problemy, a nawet uzyskiwała straty. Po pewnym czasie, gdy uzyskała wsparcie rządu federalnego, wyszła na prostą i zakup akcji tej spółki okazał się trafną inwestycją.

Analizując raporty finansowe spółek nie należy nadmiernie preferować w wyborze tych spółek, które już mają dobrą sytuację finansową. Patrzeć należy raczej na to, czy kondycja finansowa spółki ma szansę się poprawić. Większe są czasami szanse, że spółka poprawi swą kondycję, gdy jeszcze tego po niej nie widać niż gdy spółka już w danym momencie osiąga znakomite rezultaty. Mówi się, że kupowanie musi się wiązać z pewnym bólem. Jeżeli jest tak, że łatwo jest kupić akcje jakiejś spółki, wszyscy sugerują, żeby kupować akcje, bo spółka jest w znakomitej kondycji to należy rozsądnie podchodzić do tego typu zachęt do kupna. Warto bardziej porównywać bieżący poziom wskaźnika rentowności kapitału spółki, czy sprzedaży do średniego poziomu z ostatnich kilku lat. Kupować warto wówczas, gdy spółka ma rentowność niższą od tej średniej, a sprzedawać, gdy spółka ma rentowność wyższą od średniej. Ponieważ rynek akcji dyskontuje przyszłość należy podejść do analizy finansowej spółki w sposób niestandardowy. Powinno się patrzeć na to, czy rentowność jest niższa niż średnio w danym okresie, bo wtedy jest szansa nabyć akcje po rozsądnej cenie.

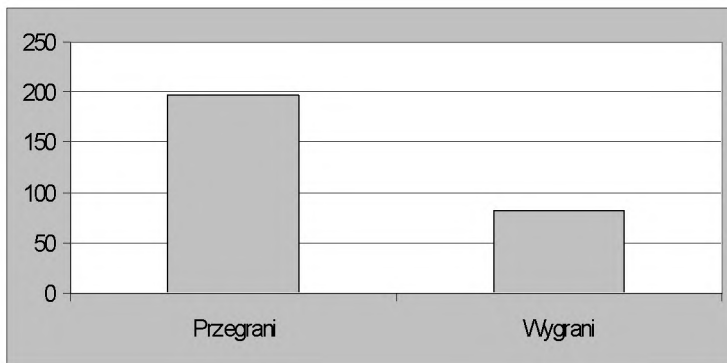
Badania R. A. Haugena

R. A. Haugen przewidując kursy akcji danej spółki zwraca uwagę na jej wskaźniki finansowe. Porównuje wartość rynkową do sprzedaży, zysku netto, zysku operacyjnego czy przepływów pieniężnych. Generalnie uważa, że im te wskaźniki są bardziej niskie dla danej spółki to większe są szanse w przyszłości na wyższą stopę zwrotu z akcji spółki.

³ A. Kostolany, *Psychologia giełdy*, Wydawnictwo Europa, Wrocław 1999, s. 59.

R. A. Haugen w swojej pracy *Przeciw efektywności rynku* opowiada się za stosowaniem przy przewidywaniu kursów akcji spółki wskaźników cena do wartości księgowej czy cena do zysku netto. Uważa on, że lepiej kupować akcje taniej wycenione aniżeli drożej wycenione w stosunku do bieżących wyników finansowych czy do bieżącej wartości księgowej.

R. A. Haugen w swej pracy przytacza również pewien przykład (rys. 1). Stwierdza on, że w jednym z pism amerykańskich poświęconych giełdzie zamieszczono pewien ranking spółek. Pokazano spółki, które nazwano spółkami „wygranymi” oraz spółki, które nazwano spółkami „przegranymi”. Spółkami „wygranymi” były spółki mające znakomitą kondycję finansową np. wysoki poziom rentowności, dynamiki sprzedaży, itd. Spółkami zaś „przegranymi” były te, które miały złą kondycję finansową (niski poziom rentowności czy dynamiki sprzedaży).



Rys. 1 Stopa zwrotu z akcji spółek „przeznaczonych” (przegran) oraz stopa zwrotu z akcji spółek „wygranych” (wygrani) w ciągu 5 następných lat od momentu dokonania ich zakupu.

Źródło: Opracowanie na podstawie R. A. Haugen, *Przeciw...*, op. cit., s. 55.

Następnie R. A. Haugen rozpoczął badania nad tym, w jaki sposób zachowują się kursy akcji spółek w kolejnych latach. Okazało się, że wyższą stopę zwrotu notowały spółki „przegrane” (rys. 1), czyli te których fundamenty były już zdyskontowane w cenach akcji. R. A. Haugen proponował porównywać bieżącą rentowność spółki do średniej rentowności za okres ostatnich kilku lat. Jeżeli bieżąca rentowność będzie niska to należy zastanawiać się nad kupnem akcji, natomiast gdy będzie wysoka to raczej należy rozważyć sprzedaż akcji. Tego typu podejście jest nawet uznawane przez inwestorów instytucjonalnych.

Przykładowo bank inwestycyjny Erste Bank co kwartał na swych stronach internetowych prezentuje raporty kwartalne na temat kondycji giełdy w USA, w Eurolandzie a także w Japonii. Erste Bank pokazuje ciekawe dane dotyczące wskaźnika cena przez zysk. Obok bieżącej wartości wskaźnika cena przez zysk pokazuje wartość tego wskaźnika za ostatnie kilkanaście lat dla USA, Eurolandu oraz Japonii. Gdy widzimy wyraźnie, że cena przez zysk jest niższa od średniej za ostatnie kilka lat to warto się zastanowić nad kupnem akcji, a gdy wyższa nad sprzedażą akcji. Widzimy więc, że mówiąc o wskaźnikach wyceny czy wskaźnikach rentowności należy pokazywać różnicę między wyceną bieżącą a wyceną średnią za ostatnie kilka czy kilkanaście lat. R. A. Haugen jest zdania, że tego typu podejście stwarza szansę na podjęcie trafnej decyzji inwestycyjnej.

Wybór spółek z WIG-20

Chcąc zweryfikować tezę R. A. Haugena na polskim rynku akcji wzięto pod uwagę notowania kursów akcji spółek z WIG-20 w latach 2005-2007. Spółki z WIG-20 cieszyły się w tym okresie dużym zainteresowaniem zarówno inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Duże zainteresowanie tymi spółkami wyrażali również inwestorzy zagraniczni. Ponadto obroty akcjami spółek z WIG-20 stanowiły ponad 90% całego obrotu wszystkimi akcjami na GPW w Warszawie. Biorąc pod uwagę znaczenie WIG-20 dla całej giełdy warszawskiej warto było sprawdzić tezę R. A. Haugena na tejże grupie spółek.

Ponieważ badano notowania kursów akcji spółek w latach 2005-2007 chodziło o te spółki, które w tym okresie wchodziły do WIG-20. Chcąc weryfikować zasadność inwestycji w spółki tzw. „wygrane” i „przebrane” z WIG-20 potrzebne były też dane o wskaźnikach rentowności spółek z lat 2003-2004.

Przyjęto dodatkowo następujące kryteria wyboru spółek z WIG-20: spółka w momencie rozpoczęcia i zakończenia inwestycji wchodziła do indeksu WIG 20, spółka posiadała kompletne dane finansowe potrzebne do wyliczenia wskaźników rentowności za lata 2003-2004 oraz spółka cechowała się odpowiednio długą historią notowań na GPW w Warszawie. Powyższe kryteria wyboru spełniało 12 spółek z WIG-20. Były to następujące spółki: Agora, BPH, BRE, BZ WBK, Cersanit, GTC, KGHM, PKN Orlen, Prokom, PEKAO, PKO BP, Telekomunikacja Polska (TP).

Wybór okresu badań

Lata 2005-2007 były latami szczególnie korzystnymi dla inwestorów giełdowych. Były to bowiem lata kontynuacji długoterminowej hossy na GPW w Warszawie zapoczątkowanej jeszcze w 2003 r. Lata 2005-2007 były też okresem wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce. Ponieważ giełda dyskontuje poprawę aktywności gospodarczej⁴, w tym poprawę realnego tempa PKB nie było zaskoczeniem, że główne indeksy giełdowe, w szczególności WIG-20 w tym okresie zwyżkowały.

Dobry stan polskiej gospodarki w latach 2005-2007 był możliwy również ze względu na prowadzoną wówczas stosunkowo łagodną politykę pieniężną NBP. NBP w latach 2005-2007 wyraźnie bowiem obniżył stopy procentowe (tabela 1). Sprzyjało to niewątpliwie poprawie nastrojów przedsiębiorców i konsumentów w polskiej gospodarce. Jednocześnie inwestorzy giełdowi obserwujący poprawę stanu polskiej gospodarki chętniej dokonywali zakupów akcji notowanych na GPW w Warszawie.

Tabela 1. Poziom realnej stopy referencyjnej NBP oraz realne tempo PKB Polski w latach 1998-2007 (w %).

Data	Realna stopa referencyjna NBP	PKB
31.12.1998	3,3	5,0
31.12.1999	8,6	4,5
31.12.2000	8,1	4,3
31.12.2001	5,7	1,2
31.12.2002	4,8	1,4
31.12.2003	4,4	3,9
31.12.2004	2,9	5,3
31.12.2005	2,4	3,6
31.12.2006	3,0	6,1
27.08.2007	2,2	6,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych krajów OECD.

Z tabeli 1 wynika, że w latach 2004-2005 główna oficjalna stopa procentowa NBP tj. realna stopa referencyjna kształtowała się poniżej 3%, co mogło być sygnałem dla poprawy aktywności gospodarczej w Polsce w kolejnych

⁴ P. Mauro, The stock returns and output growth in emerging and advanced economies, IMF, 2000/89. E. Lon, Koniunktura na rynku akcji a przyszły poziom aktywności gospodarczej, Gospodarka Narodowa, 2005, nr 3, s. 11-33.

latach. Osoby, które zastanawiały się nad rozpoczęciem inwestycji giełdowych na giełdzie warszawskiej mogły rozważać, w jakie spółki warto było wówczas ulokować większy kapitał. Trwały spadek realnych stóp procentowych NBP w latach 2004-2005 poniżej poziomu 3% przyspieszył w istocie realne tempo polskiego PKB w latach 2006-2007 (tabela 1).

Reasumując wybór lat 2005-2007 mógł się okazać wysoce korzystnym okresem dla inwestorów giełdowych planujących inwestycje w spółki notowane na GPW w Warszawie.

Spółki „przebrane” i spółki „wygrane” na przykładzie WIG20

Warto się zastanowić, czy metoda wypracowana przez R. A. Haugena sprawdza się na polskim rynku akcji. Będziemy się tu więc zastanawiać czy kategorie spółek „wygranych” i spółek „przebranych” mają jakieś znaczenie z punktu widzenia inwestorów inwestujących na giełdzie warszawskiej. Popatrzmy na notowania wybranych 12 spółek z WIG-20 w latach 2005-2007.

Do analiz wzięto (jak to wyżej przedstawiono) następujące spółki z WIG-20: Agora, BPH, BRE, BZ WBK, Cersanit, GTC, KGHM, PKN Orlen, Prokom, PEKAO, PKO BP, Telekomunikacja Polska (TP). Najpierw pogrupowano spółki na dwie grupy: spółki „wygrane” oraz spółki „przebrane”. Do grupowania spółek z WIG-20 na spółki „wygrane” i spółki „przebrane” wykorzystano wskaźniki rentowności: ROE i ROA. Spółkami „wygranymi” były te, które poprawiły swoje wskaźniki rentowności a spółkami „przebranymi” te, które je pogorszyły. Ponieważ zastanawiano się nad inwestycjami w latach 2005-2007 wzięto pod uwagę wskaźniki rentowności z poprzednich okresów. Mianowicie badano zmiany wskaźników ROE i ROA na koniec 2004 roku w porównaniu z końcem 2003 r. (tabela 2).

Widzimy więc, że spośród 12 spółek z WIG-20 są trzy spółki: BRE, Cersanit oraz GTC, które można zaliczyć do spółek „przebranych”. Wskaźniki rentowności tych spółek (ROE i ROA) pogorszyły się bowiem w latach 2003-2004. Zatem można powiedzieć, że kupno akcji tych spółek wiązało się z pewnym „bólem”, o którym wspominał R. A. Haugen w swych badaniach. Pozostałe spółki z WIG-20 można było z kolei zaliczyć do spółek „wygranych”. Spółki te poprawiły bowiem wskaźniki rentowności w latach 2003-2004 (tabela 2). Większość z nas w takiej sytuacji zapewne byłaby skłonna wybrać spółki po-

prawiające swoją rentowność i zainwestowałyby właśnie w te spółki. Sprawdźmy zatem, czy byłaby to decyzja słuszną.

Warto w tym celu pokazać stopę zwrotu z akcji spółek „przegranych” i spółek „wygranych” a następnie porównać je ze sobą. Na początku badań przyjęliśmy założenie, że szczególnie ciekawym momentem do inwestycji w spółki notowane na giełdzie warszawskiej był rok 2005.

Tabela 2. Poziom wskaźników rentowności (w %) oraz ich zmiana (wzrost lub spadek) w latach 2003-2004 na przykładzie wybranych spółek z WIG-u 20.

Spółka	2003		2004		Zmiana wskaźnika w 2004 r. w stosunku do 2003 r. (wzrost lub spadek)	
	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA
Agora	0,8	0,6	3,8	3,0	Wzrost	Wzrost
BPH	6,5	0,73	13,39	1,47	Wzrost	Wzrost
BRE	0,40	0,02	-15,33	-0,95	Spadek	Spadek
BZ WBK	4,62	0,50	14,72	1,67	Wzrost	Wzrost
Cersanit	1,1	0,6	-4,9	-2,0	Spadek	Spadek
GTC	11,71	10,6	9,4	8,4	Spadek	Spadek
KGHM	15,2	6,4	26,2	15,6	Wzrost	Wzrost
PKN	11,3	6,9	18,8	13,1	Wzrost	Wzrost
Prokom	0,7	0,4	4,5	2,4	Wzrost	Wzrost
PEKAO	12,85	1,46	16,99	2,26	Wzrost	Wzrost
PKO BP	7,58	16,71	9,18	16,77	Wzrost	Wzrost
TP	5,8	2,5	11,0	5,3	Wzrost	Wzrost

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych spółki Notoria.

Otwierala się przed polską gospodarką korzystna perspektywa rozwoju. Wyraźnie sprzyjala temu łagodna polityka pieniężna NBP (realna stopa procentowa poniżej 3%, patrz tabela 1) oraz optymistyczne prognozy polskiego PKB. Warto zatem prześledzić jaka byłaby stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółek „przegranych” oraz spółek „wygranych” w okresie od początku 2005 r. do końca 2007 r.

Okazuje się, że inwestycja w spółki „przebrane” z WIG-20 przyniosła inwestorom duże korzyści. Lokując, bowiem kapitał na początku 2005 r. w takich spółkach jak: BRE czy GTC i trzymając go do końca 2007 r. można było uzyskać bardzo wysoką stopę zwrotu. Stopa zwrotu z akcji BRE wyniosła w tym czasie aż 335%, z kolei stopa zwrotu z akcji GTC była również wysoka i wyniosła 313%. Widzimy więc, że stosowanie metody inwestowania w spółki

„przegrane” było bardzo atrakcyjne dla inwestorów giełdowych inwestujących w spółki z WIG-20. Z kolei inwestowanie kapitału w spółki „wygrane” nie było już tak zyskowne dla inwestorów. Za wyjątkiem KGHM oraz BZ WBK inwestowanie na początku 2005 r. w spółki poprawiające rentowność w horyzoncie 3-letnim nie dawało już tak spektakularnych wysokich stóp zwrotu. Co ciekawe inwestowanie w tymże horyzoncie czasowym w takie spółki jak: Agora, BPH czy Prokom przynosiło nawet starty.

Tabela 3. Kursy akcji wybranych spółek z WIG-20 na początku 2005 r. oraz w końcu grudnia 2007 r., wartość indeksów giełdowych oraz średnie stopy zwrotu z akcji spółek i z indeksów giełdowych (w %) w okresie od początku roku 2005 do końca 2007 r.

Spółka lub indeks	Kurs akcji (w zł) lub wartość indeksu (w pkt) na początku 2005 r.	Kurs akcji (w zł) lub wartość indeksu (w pkt) w końcu 2007 r.	Stopa zwrotu z akcji spółki lub indeksu giełdowego w okresie 2005 – 2007 r. w %
Agora	57,00	55,50	-2,63
BPH	501,0	104,0	-79,24
BRE	116	505	335,34
BZ WBK	95,50	251	162,82
Cersanit	11,75	33,50	185,11
GTC	10,75	44,50	313,95
KGHM	31,40	105,80	236,94
PKN	37,50	51,90	38,40
Prokom	146,0	132,70	-9,11
PEKAO	141,50	227,0	60,42
PKO BP	28,40	52,60	85,21
TP	19,75	22,51	13,97
WIG 20	1 966,69	3 456,05	75,73
WIG 40	1 731,57	4 028,37	132,64
WIG 80	4 756,15	15 917,92	234,68
WIG	26 709,54	55 648,54	108,35

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych spółki Notoria

Inwestorzy, którzy ulokowali na ten czas swe kapitały w wyżej wymienione spółki zanotowali ujemne stopy zwrotu. Stopy te wyniosły odpowiednio: -2,63%, -79,24 oraz -9,11 (tabela 3).

Należy zauważyć, że inwestowanie kapitału w spółki „przegrane” w latach 2005-2007 dało o wiele wyższą stopę zwrotu niż stopa zwrotu z WIG-20. Śred-

nia stopa zwrotu ze spółek przegranych wyniosła w tym czasie 278,1%, natomiast stopa zwrotu z WIG-20 w analogicznym okresie wyniosła jedynie 75,73%. Można powiedzieć, że inwestowanie w spółki „przegrane” okazało się nawet bardziej zyskowne niż inwestowanie w spółki średnie i małe. Stopa zwrotu z WIG-40 wyniosła w tym czasie 132,64%. Z kolei stopa zwrotu z WIG-80 wyniosła 234,68%. Zatem w obydwu przypadkach były to stopy zwrotu niższe aniżeli stopa zwrotu ze spółek „przegranych”.

Aby jeszcze bardziej pokazać atrakcyjność inwestowania w spółki „przegrane” można zastosować pojęcie premii spółki. Premia spółki to różnica między stopą zwrotu z akcji danej spółki a stopą zwrotu z indeksu giełdowego np. WIG-20, WIG-40 czy WIG-80.

Tabela 4. Premia spółek (w %) w latach 2005-2007 na tle wybranych indeksów giełdowych.

Spółka	Premia spółki na tle WIG-20	Premia spółki na tle WIG-40	Premia spółki na tle WIG-80
Agora	-78,36	-135,27	-237,31
BPH	-154,97	-211,88	-313,92
BRE	259,62	202,70	106,66
BZ WBK	87,09	30,18	-71,85
Cersanit	109,37	52,47	-49,57
GTC	238,22	181,31	79,27
KGHM	161,21	104,30	2,26
PKN	-37,33	-94,24	-196,28
Prokom	-84,84	-141,75	-243,79
PEKAO	-15,30	-72,216	-174,256
PKO BP	9,48	-47,43	-149,469
TP	-61,75	-118,66	-220,70

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych Gazety Giełdy „Parkiet”. Premia spółki oznacza różnicę między stopą zwrotu z akcji danej spółki a stopą zwrotu z indeksu giełdowego WIG-20, WIG-40 oraz WIG-80.

Okazuje się, że premia spółek „przegranych” na tle WIG-20 była dodatnia (tabela 4). Podobnie sytuacja wyglądała w przypadku premii spółek na tle WIG-40 oraz WIG-80. Co prawda premia spółki Cersanit na tle WIG-80 była ujemna, jednakże stopa zwrotu z akcji tej spółki niewiele się różniła od stopy zwrotu z indeksu WIG-80. Reasumując zastosowanie pojęcia premii spółki dodatkowo umacnia pogląd, że inwestycje w spółki „przegrane” były atrakcyjniejsze dla

inwestorów niż inwestycje w spółki średnie i małe. Warto zauważyć, że lata 2005-2007 to okres bardzo szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce (tabela 1). Zatem w latach przyspieszonego wzrostu gospodarczego właśnie spółki „przebrane” osiągają wysokie stopy zwrotu. Jeżeli w istocie tak się dzieje, to jest to argument na to, że metoda inwestowania w spółki „przebrane” może się dobrze sprawdzać w okresach silnej poprawy aktywności gospodarczej w naszym kraju. Wówczas warto kierować się zasadą „kupuj słabość a sprzedawaj siłę”. Należy zatem kupować spółki „przebrane” przed spodziewaną poprawą polskiego PKB. Możemy przyjąć pewne założenie, że gdy tempo PKB w Polsce będzie szybsze niż tempo potencjalne⁵ to należy wówczas kierować swą uwagę na spółki „przebrane”. Istnieje bowiem wtedy duże prawdopodobieństwo poprawy ich wyników finansowych a zatem warto przed tą poprawą zainwestować w akcje tych spółek. Stopa zwrotu z akcji spółek powinna dyskontować poprawę ich wyników finansowych a pośrednio poprawę stanu polskiej gospodarki.

Weryfikacja tezy R. A. Haugena na grupie pozostałych 8 spółek z WIG-20

Chcąc poszerzyć populację badanych spółek dokonano weryfikacji tezy R. A. Haugena na pozostałej grupie 8 spółek z WIG-20. Były to następujące spółki: PGNiG, Polimexms, CEZ, Lotos, Bioton, Polnord, TVN oraz PBG.

Stosując podobne kryteria, jak przy 12 wybranych uprzednio spółkach z WIG-20 podzielono pozostałe 8 spółek na dwie grupy: spółki „wygrane” oraz spółki „przebrane”. Do spółek „wygranych” zaliczono: PGNiG, Polimexms, CEZ, Bioton. Do spółek zaś „przebranych” zaliczono: Lotos, Polnord, TVN oraz PBG.

Okazało się, że nawet w przypadku 8 pozostałych spółek z WIG-20 bardziej opłacalne jest inwestowanie w spółki „przebrane” aniżeli w spółki „wygrane”. (tabela 5). Z tabeli 5 wynika, że najwyższe stopy zwrotu w badanych latach zanotowały spółki należące do grupy spółek „przebranych”: Polnord (70,34%) oraz TVN (58,62%). Najniższą stopę zwrotu zaś zanotowała spółka należąca do grupy spółek „wygranych” Bioton (-66,67%). Jeżeli weźmiemy pod uwagę średnią stopę zwrotu ze spółek „wygranych” i „przebranych” to okazuje się i w tym przypadku, że o wiele bardziej opłacalne dla inwestora giełdowego było zainwestowanie kapitału w spółki „przebrane”.

⁵ A. Sławiński, Rynki finansowe, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 130.

Tabela 5. Kursy akcji pozostałych 8 spółek z WIG-20 na początku inwestycji oraz na końcu inwestycji oraz stopy zwrotu z akcji spółek w okresie inwestycji.

Spółka	Kurs akcji (w zł) na początku inwestycji	Kurs akcji (w zł) na końcu inwestycji	Stopa zwrotu w okresie od początku do końca inwestycji w %
PGNiG	3,47	5,10	46,97
Polimexms	6,24	8,56	37,17
CEZ	137,30	183	33,28
Bioton	2,67	0,89	-66,67
Lotos	47,70	44,50	-0,01
Polnord	83,3	141,9	70,34
TVN	15,76	25,80	58,62
PBG	254,9	307,1	20,47

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy danych spółki Notoria. Początek inwestycji dla spółek PGNiG, Lotos, Bioton oraz TVN rozpoczyna się 1 stycznia 2006 r. a dla spółek Polimexms, CEZ, Polnord oraz PBG rozpoczyna się 1 stycznia 2007. Koniec inwestycji dla wszystkich pozostałych 8 spółek z WIG-20 kończy się 31 stycznia 2007.

Średnia stopa zwrotu ze spółek „wygranych” w badanych latach wyniosła bowiem tylko 12,68%, zaś średnia stopa zwrotu ze spółek „przegranych” była zdecydowanie wyższa i wyniosła 37,35%.

Wnioski końcowe

Po pierwsze można dokonać podziału spółek na spółki „przegrane” i spółki „wygrane”. Te pierwsze poprawiają swoje wyniki finansowe, a te drugie je pogarszają. Warto inwestować w spółki „przegrane”.

Po drugie, do spółek „przegranych” z WIG-20 można zaliczyć: BRE, Cer-sanit oraz GTC. Okazuje się, że w badanych latach 2005-2007 inwestując w wyżej wymienione spółki można było osiągnąć bardzo wysoką stopę zwrotu. Atrakcyjność stóp zwrotu z akcji tych spółek można pokazać na przykładzie wskaźnika premii spółki. Premia spółek „przegranych” w badanym okresie przyjmowała dodatni charakter, co zwiększało atrakcyjność inwestowania w spółki „przegrane” na tle głównych indeksów giełdowych.

Po trzecie, można poszerzyć populację badanych spółek o pozostałe 8 spółek z WIG-20. Okazuje się, że również w przypadku tych spółek warto zastosować w inwestycji kryterium spółek „wygranych” i „przegranych”. Stopa zwrotu ze spółek „przegranych” była zdecydowanie wyższa niż stopa zwrotu ze spółek „wygranych”.

Po czwarte, oplaca się inwestować w spółki „przegrane” w perspektywie spodziewanej poprawy aktywności gospodarczej. Okazuje się, że szczególnie wysokiej stopy zwrotu z akcji spółek „przeganych” możemy się spodziewać przed okresem poprzedzającym przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Polsce.

Literatura

1. Haugen R. A., *Przeciw efektywności rynku*, WIG Press, Warszawa 1999.
2. Kostolany A., *Psychologia giełdy*, Wydawnictwo Europa, Wrocław 1999.
3. Łon E., *Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006.
4. Łon E., *Koniunktura na rynku akcji a przyszły poziom aktywności gospodarczej*, „Gospodarka Narodowa”, 2005.
5. Mauro P., *The stock returns and output growth in emerging and advanced economics*, IMF, 2000/89.
6. Sławiński A., *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2006.

STRESZCZENIE

W artykule podzielono spółki z WIG-20 na spółki „wygrane” i „przegrane”. Spółki „wygrane” to spółki, które osiągały lepsze wyniki finansowe niż spółki „przegrane”. Do spółek „przeganych” można zaliczyć: BRE, Cersanit oraz GTC. Do spółek wygranych można zaliczyć: Agorę, BPH, BZ WBK, KGHM, PKN, Prokom, PEKAO, PKO BP, TP. Warto inwestować w spółki „przegrane”. Okazało się, że stopa zwrotu ze spółek „przeganych” (278,1%) była w latach 2005-2007 wyższa niż stopa zwrotu z WIG-20 (75,73%). Warto inwestować w spółki „przegrane”, gdy spodziewamy się poprawy aktywności gospodarczej.

WINNING AND LOSING STOCKS FOR EXAMPLE WIG-20

SUMMARY

In the article companies from WIG-20 were divided into “winning” and “loosing” stocks. Winning stocks were these which had better profitability than the losing stocks. We can rank companies as BRE, Cersanit and GTC into losing group. In winning

group would be Agora, BPH, BZ WBK, KGHM, PKN, Prokom, PEKAO, PKO BP and TP. It is worth to invest money in losing stocks, because it appeared that stock return of these companies was in the years 2005-2007 higher (278,1%) than stock return of WIG-20 (75,73%). It is worth to invest in losing stocks when we expect better economical activity.

Translated by E. Łon

Dr Eryk Łon
Akademia Ekonomiczna w Poznaniu
e.lon@interia.pl