

Eryk Łon

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

PLYNNOŚĆ I RENTOWNOŚĆ A ZMIANY KURSÓW AKCJI SPÓŁEK SEKTORA BUDOWLANEGO NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE W LATACH 1998-2007

1. Wstęp

W analizie fundamentalnej podkreśla się, że chcąc osiągnąć sukces na giełdzie, warto brać pod uwagę wyniki finansowe spółek¹. Z reguły inwestuje się w spółki, które przynoszą zyski². Do analiz stosuje się więc wskaźniki rentowności, np. ROE, ROA czy ROS. Gdy te wskaźniki rosną, zaleca się kupowanie spółek, a gdy maleją, uważa się, że należy wychodzić stopniowo z inwestycji. Innym sposobem oceny sytuacji finansowej spółki jest jej płynność, czyli zdolność do regulowania zobowiązań przez spółkę. Można mierzyć płynność za pomocą wskaźników płynności bieżącej oraz płynności szybkiej.

Nasuwa się pytanie, czy warto łączyć analizę rentowności spółki z analizą jej płynności i na tej podstawie wyciągać wnioski, w które spółki zainwestować. Celem artykułu jest odpowiedź na pytanie: czy inwestując w akcje konkretnych spółek, warto brać pod uwagę wzajemne relacje między ich płynnością a rentownością. Poszukując odpowiedzi na to pytanie, analizuje się spółki sektora budowlanego.

2. Giełda jako barometr przyszłego stanu gospodarki i wyników finansowych spółek

W literaturze można spotkać pogląd, że rynek akcji jest barometrem przyszłego realnego tempa PKB³. Wzrost (spadek) kursów akcji w roku T zapowiada wzrost

¹ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 145-173.

² W. Tarczyński, *Wskaźnik P/E w aspekcie siły fundamentalnej spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych*, [w:] *Rynek kapitałowy – skuteczne inwestowanie*, red. W. Tarczyński, cz. I, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2004, s. 79-89.

³ T. Lee, *Ekonomia dla inwestorów giełdowych*, Wig Press, Warszawa 2000, s. 185-202.

(spadek) realnego tempa PKB w roku $T + 1$ ⁴. Prawdopodobieństwo ta potwierdza się na przykładzie rynków zarówno dojrzałych, jak i wschodzących⁵. Można powiedzieć, że realne tempo PKB zależy od dynamiki zysków spółek. Wartość dodana, jaką stanowi krajowy PKB, jest sumą wartości dodanych poszczególnych firm reprezentujących najważniejsze branże w danej gospodarce. Zatem sytuacja na rynku akcji w danym momencie zapowiada zmiany dynamiki zysków spółek w przyszłości. Jeżeli spodziewamy się dobrych wyników finansowych i poprawy rentowności spółek, to kursy akcji spółek na rynku akcji z reguły zwyżkują. Jeżeli zaś spodziewamy się pogorszenia wyników finansowych i rentowności spółek, to kursy akcji zniżkują.

3. Płynność spółek jako przejaw ich niedowartościowania bądź przewartościowania

Jedną z metod analizy fundamentalnej jest wyszukiwanie spółek niedowartościowanych i unikanie spółek przewartościowanych⁶. Z reguły przyjmuje się, że warto kupować spółki przed poprawą rentowności, a sprzedawać przed pogorszeniem ich rentowności. Prócz uwzględniania rentowności spółek przy przewidywaniu kursów akcji można posłużyć się też ich płynnością. Ważna jest bowiem przyszła zdolność spółek do spłaty zobowiązań, a więc to, czy spółki mają perspektywę regulowania swych przyszłych długów. Jeżeli tak, to zwiększa się szansa, otwiera się perspektywa do osiągania lepszych wyników finansowych spółek w przyszłości. Wysoka płynność jest „rezerwuarem” poprawy rentowności spółek, niska płynność powoduje zaś, że spółki nie mają w sobie już potencjału wzrostu. Zatem wysoka płynność przed poprawą wyników finansowych spółek to dodatkowy argument za ich kupnem, dodatkowy argument za niedowartościowaniem spółek, niska płynność przed pogorszeniem wyników finansowych to zaś dodatkowy argument za sprzedażą spółek i za ich przewartościowaniem.

4. Branża budowlana jako barometr przyszłego stanu krajowej gospodarki

Branża budowlana należy do tzw. branż cyklicznych⁷. Branże cykliczne to te, których wyniki finansowe są silnie powiązane z wahaniami krajowego PKB. Poprawa realnego tempa PKB powinna zatem towarzyszyć poprawie rentowności spółek branży budowlanej. Skoro zmiany kursów akcji spółek zapowiadają zmiany realnego

⁴ E. Łon, *Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006, s. 44.

⁵ P. Mauro, *The stock returns and output growth in emerging and advanced economics*, IMF, 2000.

⁶ B. Graham, *Inteligentny inwestor*, Studio Empka, Warszawa 2007, s. 247.

⁷ E. Łon, *Spółki cykliczne i defensywne na polskim rynku akcji z punktu widzenia inwestora giełdowego*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, zeszyt naukowy nr 65, SGH, Warszawa 2006, s. 27-42.

tempa PKB, to jednocześnie zapowiadają też zmiany wyników finansowych spółek. Zatem można sprawdzić, czy warto kupować akcje spółek z branży budowlanej przed spodziewaną poprawą ich rentowności. Następnie można zbadać, czy warto również kupować akcje spółek branży budowlanej w zależności od zmian ich wskaźników płynności. Do badań wzięto 21 spółek z sektora budowlanego. Były to następujące spółki: Budimex, Budopol, Echo, Ergoaparatura, Energomontaż Północ, Instal Kraków, Instal Lublin, Mostostal Export, Mostostal Zabrze, Pemug, Projprzemysł, Mostostal Płock, Energomontaż Południe, Energopol, Naftobudowa, Prochem, Polnord, Polimer, Elektrobudowa, Mostostal Warszawa, Stromm. Badano spółki według zasady „kupuj słabość i sprzedaj siłę”, która – jak się sądzi – wyraża najdobitniej giełdę w funkcji barometru. Kupuje się bowiem akcje spółek, których rentowność jest jeszcze niska, ale ma szansę się poprawić w przyszłości, a sprzedaje się akcje spółek, których rentowność jest jeszcze, co prawda wysoka, ale prawdopodobnie pogorszy się w przyszłości. Zasada „kupuj słabość, sprzedaj siłę” była zweryfikowana za pomocą wskaźników rentowności i płynności spółek (wskaźnika ROS i wskaźnika płynności bieżącej). Chodzi o to, czy można przewidywać (osiągać wysokie stopy zwrotu) zmiany kursów akcji za pomocą tych dwóch wskaźników. Okazuje się, że można to robić. W artykule opracowano bowiem pewną metodę inwestycyjną dla spółek branży budowlanej dla lat 1998-2007. Ogólnie mówiąc, w tej metodzie istotne jest to, jak kursy akcji zachowują się w danym roku $T + 1$ po wystąpieniu pewnych wartości wskaźników rentowności i płynności w roku T .

5. Trzy metody przewidywania kursów akcji spółek branży budowlanej

Analizując spółki sektora budowlanego, odwołano się do trzech metod przewidywania kursów akcji. Po pierwsze badano, jak zachowują się kursy akcji spółek sektora budowlanego po roku niskiej oraz wysokiej rentowności (wskaźnik ROS). Po drugie badano, jak zachowują się kursy akcji spółek po roku wzrostu oraz spadku płynności (wskaźnik płynności bieżącej). Po trzecie badano, jak zachowują się kursy akcji spółek po roku jednocześnie niskiej rentowności (ROS) i wzrostu płynności (płynność bieżąca). Wszystkie te trzy podejścia nawiązują bowiem do wspomnianej wcześniej zasady „kupuj słabość, sprzedaj siłę”.

Okazuje się, że jeżeli w danym roku T mieliśmy do czynienia z niską rentownością (niższą od średniej), to w roku $T + 1$ kursy akcji mocno zwyżkowały. Spośród 21 spółek aż w 16 przypadkach stopa zwrotu z akcji spółek po roku niskiej rentowności była wyższa aniżeli po roku wysokiej rentowności. Okazuje się, że warto kierować się w tym przypadku zasadą „kupuj słabość, sprzedaj siłę”. W wielu przypadkach stopy zwrotu ze spółek po roku niskiej rentowności są wyższe od stóp zwrotu uzyskanych tradycyjną metodą „kup i trzymaj” dla tych spółek (tab. 1). Najwyższe stopy zwrotu z akcji po roku niskiej rentowności zanotowały następujące spółki: Energopol (207,88%), Polnord (180,3%), Stromm (142,6%), Naftobudowa (88,02%)

oraz Instal Kraków (86,49%). Jednocześnie spółki te charakteryzowały się wysoką różnicą między stopą zwrotu po roku niskiej rentowności oraz stopą zwrotu po roku wysokiej rentowności. Różnice te wyniosły odpowiednio: 219,22, 178,46, 174,51, 59,88 i 76,23% (tab. 1). Okazuje się także, że stopy zwrotu z akcji spółek po roku niskiej rentowności są wyższe niż stopy zwrotu uzyskane przy zastosowaniu metody „kup i trzymaj”. W 17 przypadkach na 21 stopy zwrotu po roku niskiej rentowności są bowiem wyższe niż stopy zwrotu w na podstawie metody „kup i trzymaj”.

Tabela 1. Średnia stopa zwrotu z akcji spółek po roku niskiego ROS oraz po roku wysokiego ROS na tle stopy zwrotu z metody „kup i trzymaj” w latach 1998-2007 (w %)*

Spółki	Stopa zwrotu po			Stopa zwrotu	
	niskim ROS	wysokim ROS	różnica kol. 2 i kol. 3	kup i trzymaj	różnica kol. 2 i kol. 5
BUDIMEX	31,62	22,02	9,6	25,88	5,74
BUDOPOL	21,38	46,3	-24,92	38,83	-17,45
ECHO	40,56	37,27	3,29	31,17	9,39
ENERGOAPARATURA	-1,86	40,11	-41,97	23,32	-25,18
ENERGOMONTAŻ PN	14,64	23,58	-8,94	20,9	-6,26
INSTAL KRAKÓW	86,49	10,26	76,23	52,61	33,88
INSTAL LUBLIN	40,93	7,21	33,72	17,33	23,6
MOSTOSTAL EXPORT	39,86	-21,6	61,46	2,98	36,88
MOSTOSTAL ZABRZE	31,29	1,75	29,54	16,57	14,72
PEMUG	58,18	50,19	7,99	51,97	6,21
PROJPRZEMYSŁ	64,48	-11,04	75,52	30,92	33,56
MOSTOSTAL PŁOCK	74,82	12,47	62,35	33,25	41,57
ENERGOMONTAŻ PD	10,77	58,67	-47,9	49,09	-38,32
ENERGOPOL	207,88	-11,34	219,22	86,09	121,79
PROCHEM	76,57	-23,7	100,27	29,2	47,37
NAFTOBUDOWA	88,02	28,44	59,58	61,54	26,48
POLNORD	180,3	1,84	178,46	61,33	118,97
POLIMEX	83,02	27,21	55,81	49,53	33,49
ELEKTROBUDOWA	44,41	10,28	34,13	30,76	13,65
MOSTOSTAL WAR	77,27	5,37	71,9	34,13	43,14
STROMM	142,6	-31,91	174,51	37,9	104,7
ŚREDNIA	67,30	13,50	53,81	37,40	29,90

* Przez wysoki (niski) ROS rozumie się wartość wskaźnika wyższą (niższą) od średniej jego wartości za lata 1998-2007.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych gazety giełdy „Parkiet”.

Okazuje się, że warto kupować również spółki po roku, gdy mieliśmy do czynienia ze wzrostem płynności spółek (dodatnia zmiana wartości wskaźnika płynności bieżącej w danym roku w porównaniu z rokiem poprzednim). Metoda ta także podpada pod zasadę „kupuj słabość, sprzedaj siłę”. Wzrost płynności spółek jest objawem obaw o ich przyszłość finansową, czyli wyraża pewien pesymizm spółek. Warto wówczas kupować spółki. Otóż okazuje się bowiem, że w 19 przypadkach na 21 stopy zwrotu z akcji spółek po roku wzrostu ich płynności były wyższe niż stopy zwrotu z akcji spółek

po roku spadku ich płynności (tab. 2). Najwyższe stopy zwrotu po roku wzrostu płynności zanotowały następujące spółki: Energopol (248,74%), Instal Kraków (141,52%), Naftobudowa 139,26%, Budopol (118,83%). Stopy zwrotu z akcji spółek uzyskane według wskaźników płynności nierzadko były zdecydowanie wyższe niż według pierwszej metody na podstawie wskaźnika rentowności (porównanie tab. 1 i 2). Podobnie w 19 przypadkach na 21 stopy zwrotu z akcji spółek po roku wysokiej płynności były wyższe niż stopy zwrotu uzyskane metodą „kup i trzymaj”.

Tabela 2. Średnia stopa zwrotu z akcji spółek po roku wzrostu płynności oraz po roku spadku płynności na tle stopy zwrotu z metody „kup i trzymaj” w latach 1998-2007 (w %)*

Spółki	Stopa zwrotu po			Stopa zwrotu	
	wzroście płynności	spadku płynności	różnica kol. 2 i kol. 3	kup i trzymaj	różnica kol. 2 i kol. 5
BUDIMEX	40,97	9,28	31,69	25,88	15,09
BUDOPOL	118,83	-14,77	133,6	38,83	80
ECHO	40,05	39,17	0,88	31,17	8,88
ENERGOAPARATURA	46,18	20,92	25,26	23,32	22,86
ENERGOMONTAŻ PN	66,86	-3,8	70,66	20,9	45,96
INSTAL KRAKÓW	141,52	-30,91	172,43	52,61	88,91
INSTAL LUBLIN	36,09	12,08	24,01	17,33	18,76
MOSTOSTAL EXPORT	22,5	-1,2	23,7	2,98	19,52
MOSTOSTAL ZABRZE	21,87	21,35	0,52	16,57	5,3
PEMUG	88,61	10,22	78,39	51,97	36,64
PROJPRZEMYSŁ	-10,77	64,74	-75,51	30,92	-41,69
MOSTOSTAL PŁOCK	82,24	-8,03	90,27	33,25	48,99
ENERGOMONTAŻ PD	121,97	40,75	81,22	49,09	72,88
ENERGOPOL	248,74	-59,04	307,78	86,09	162,65
PROCHEM	52,41	16,9	35,51	29,2	23,21
NAFTOBUDOWA	139,26	30,78	108,48	61,54	77,72
POLNORD	21,77	85,52	-63,75	61,33	-39,56
POLIMEX	84,38	6,46	77,92	49,53	34,85
ELEKTROBUDOWA	54,54	17,93	36,61	30,76	23,78
MOSTOSTAL WAR	80,96	-40,5	121,46	34,13	46,83
STROMM	73,84	25,36	48,48	37,9	35,94
ŚREDNIA	74,90	11,59	63,31	37,40	37,51

* Przez wzrost (spadek) wskaźnika płynności rozumie się dodatnią (ujemną) zmianę wartości wskaźnika płynności bieżącej w danym roku w stosunku do roku poprzedniego w latach 1998-2007.

Źródło: opracowanie własne na pastwie bazy danych gazety giełdy „Parkiet”.

Interesujące wnioski daje równoczesne zestawienie ze sobą dwóch informacji. Można bowiem zbadać, jaka jest stopa zwrotu z akcji spółek po roku jednocześnie niskiej rentowności i wzroście płynności spółek. Okazuje się, że i w tym przypadku warto kupować spółki spełniające dwie cechy (niska rentowność oraz wzrost płynności w roku T). Można wtedy oczekiwać wysokiej stopy zwrotu z akcji spółek w roku następnym $T + 1$. Najwyższe stopy zwrotu z akcji uzyskane tą metodą zanotowały: Energopol (293,73%), Mostostal Warszawa 190,77%, Naftobudowa

Tabela 3. Średnia stopa zwrotu z akcji spółek po roku niskiej rentowności i jednocześnie wzroście płynności oraz po roku niskiej rentowności i jednocześnie spadku płynności na tle stopy zwrotu z metody „kup i trzymaj” w latach 1998-2007 (w %)

Spółki	Stopa zwrotu po			Stopa zwrotu	
	niskiej rentowności oraz wzroście płynności	niskiej rentowności oraz spadku płynności	różnica kol. 2 i kol. 3	kup i trzymaj	różnica kol. 2 i kol. 5
BUDIMEX	34,62	22,67	11,95	25,88	8,74
BUDOPOL	32,57	-1	33,57	38,83	-6,26
ECHO	40,05	41,07	-1,02	31,17	8,88
ENERGOAPARATURA	-12,5	1,68	-14,18	23,32	-35,82
ENERGOMONTAŻ PN					
INSTAL KRAKÓW	166,52	-32,05	198,57	52,61	113,91
INSTAL LUBLIN	-24	73,4	-97,4	17,33	-41,33
MOSTOSTAL EXPORT	65,13	14,59	50,54	2,98	62,15
MOSTOSTAL ZABRZE					
PEMUG	80	36,36	43,64	51,97	28,03
PROJPRZEMYSŁ	-12,89	83,83	-96,72	30,92	-43,81
MOSTOSTAL PŁOCK	107,58	9,28	98,3	33,25	74,33
ENERGOMONTAŻ PD	102,8	-81,26	184,06	49,09	53,71
ENERGOPOL	293,73	-49,65	343,38	86,09	207,64
PROCHEM	99,05	29,86	69,19	29,2	69,85
NAFTOBUDOWA	182,89	24,77	158,12	61,54	121,35
POLNORD	75,18	232,87	-157,69	61,33	13,85
POLIMEX	134,76	31,28	103,48	49,53	85,23
ELEKTROBUDOWA	75,59	12,24	63,35	30,76	44,83
MOSTOSTAL WAR	190,77	-36,24	227,01	34,13	156,64
STROMM	154,86	130,34	24,52	37,9	116,96
ŚREDNIA	94,04	28,63	65,40	37,40	56,64

Źródło: opracowanie własne na pastwie bazy danych gazety giełdy „Parkiet”.

Tabela 4. Średnie stopy zwrotu z przebadanych trzech metod przewidywania kursów akcji na tle wybranych stop zwrotu z indeksów rynkowych w latach 1998-2007 (w %)

Stopa zwrotu z metody 1: rentowność	67,3
Stopa zwrotu z metody 2: płynność	74,9
Stopa zwrotu z metody 3: rentowność i płynność	94,04
Stopa zwrotu z indeksu budowlanego	43,01
Stopa zwrotu z WIG	16,7
Stopa zwrotu z WIG40	22,08
Stopa zwrotu z WIG 80	29,55

Źródło: opracowanie własne na pastwie bazy danych gazety giełdy „Parkiet”.

(182,89%), Instal Kraków (166,52%) oraz Stromm (154,88%) (tab. 3). Również i w tym przypadku stopy zwrotu z akcji spółek po roku niskiej rentowności oraz

wzroście płynności są wyższe aniżeli stopy zwrotu uzyskane na podstawie metody „kup i trzymaj”. Prawidłowość ta sprawdza się w 17 przypadkach na 21 (tab. 3).

Ogólnie mówiąc, zastosowane w opracowaniu metody przewidywania kursów akcji dają wyższe stopy zwrotu niż stopy zwrotu z indeksów rynkowych (tab. 4). Najwyższą średnią stopę zwrotu z inwestowania w spółki sektora budowlanego można było uzyskać, stosując metodę trzecią (łączenie rentowności z płynnością). Średnia stopa zwrotu z akcji spółek uzyskana przy zastosowaniu tej metody wyniosła bowiem 94,04% (tab. 4). Stopy zwrotu uzyskane z indeksów rynkowych były zdecydowanie niższe. Wyniosły one odpowiednio: 43,01% z indeksu sektora budowlanego, 16,7% z indeksu WIG, 22,08% z indeksu WIG40, 29,55% z indeksu WIG80.

6. Wnioski końcowe

Po pierwsze rentowność i płynność spółek może być barometrem sytuacji na giełdzie. Można bowiem przewidywać (osiągać wysokie stopy zwrotu) zmiany kursów akcji za pomocą dwóch wskaźników: ROS oraz płynności bieżącej. Jeżeli w danym roku T mieliśmy do czynienia z niską rentownością (niższą od średniej), to w roku $T + 1$ kursy akcji mocno zwyżkowały. Gdy mieliśmy w danym roku do czynienia ze wzrostem płynności spółek, wówczas w roku następnym uzyskiwaliśmy z reguły wysokie stopy zwrotu z akcji spółek.

Po drugie warto kupować spółki spełniające jednocześnie dwie cechy: niską rentowność oraz wzrost płynności w roku T . Z badań wynika, że można wówczas oczekiwać wysokiej stopy zwrotu z akcji owych spółek w roku następnym $T + 1$.

Po trzecie przy inwestowaniu w akcje spółek warto kierować się nie tylko prognozami zysków spółek czy perspektywami ich rentowności. Równie ważne, a może nawet w niektórych przypadkach ważniejsze, jest obserwowanie płynności spółek. Ci inwestorzy, którzy biorą pod uwagę również płynność, przewidując zachowanie kursów akcji w przyszłości, osiągają wyższe stopy zwrotu z akcji niż ci, którzy poprzestają tylko na informacjach o rentowności spółek. Ponadto warto ze sobą łączyć jednocześnie informacje o rentowności z informacjami o płynności spółek. Wtedy ma się przewagę nad innymi inwestorami. Ci, którzy to biorą pod uwagę, widzą więcej niż pozostali inwestorzy, dlatego osiągają z reguły wyższe stopy zwrotu z akcji niż większość inwestorów.

Po czwarte uzyskane wyniki należy odnieść do branży budowlanej. Na bardziej szczegółowe oceny trzeba poczekać do momentu, gdy się zbada pozostałe sektory spółek na naszej giełdzie.

Literatura

- Graham B., *Inteligentny inwestor*, Studio Empka, Warszawa 2007.
Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

- Lee T., *Ekonomia dla inwestorów giełdowych*, Wig Press, Warszawa 2000.
- Łon E., *Makroekonomiczne uwarunkowania koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006.
- Łon E., *Spółki cykliczne i defensywne na polskim rynku akcji z punktu widzenia inwestora giełdowego*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, zeszyt naukowy nr 65, SGH, Warszawa 2006.
- Mauro P., *The stock returns and output growth in emerging and advanced economics*, IMF, 2000.
- Tarczyński W., *Wskaźnik P/E w aspekcie siły fundamentalnej spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych*, [w:] *Rynek kapitałowy – skuteczne inwestowanie*, red. W. Tarczyński, cz. I, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2004.

LIQUIDITY AND RENTIBILITY AND CHANGES OF STOCK PRICES OF BUILDING SECTOR COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE FROM 1998 TO 2007

Summary

The article presents the stocks from the building sector from 1998 to 2007. The main topic of the article is the question: is it worth considering liquidity and rentibility investing into stocks from the building sector. It appeared that it is worth investing into stocks of these companies after a year which comes after the year of low rentibility and the increase of liquidity. The stock returns which are received that way were higher than stock returns received in “buy and keep” method and stock returns from market indexes.