

**Krzysztof Szlichciński**

Collegium Mazovia Innowacyjna Szkoła Wyższa, Siedlce

---

## CZY ISTNIEJĄ SPÓŁKI BARDZIEJ I MNIEJ LUBIANE PRZEZ INWESTORÓW NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE?

---

**Streszczenie:** Inwestorzy mają preferencje co do wyboru przedmiotu inwestycji, wynikające z wcześniej dokonanych analiz i ocen. Prawidłowości postępowania inwestorów na GPW są raczej typowe, gdyż preferują oni spółki o relatywnie wysokiej kapitalizacji i płynności – tak aby zainwestowanie bądź sprzedaż walorów nie pociągały za sobą dodatkowej zmienności cen akcji. Inwestorzy wykazywali większą skłonność do obrotu akcjami spółek o wyższych przeciętnych nominałach cen. Większe zaufanie wzbudzały spółki o wyższej produktywności majątku, a przy tym wykazujące większą skłonność do dzielenia się wypracowanymi efektami z akcjonariuszami poprzez wypłatę dywidendy.

**Słowa kluczowe:** zmienność cen akcji na giełdzie, zachowania inwestorów na giełdzie, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

## 1. Wstęp – cele opracowania, charakterystyka badanej próby

### 1.1. Czynniki wpływające na sentyment inwestorów

Obserwując przebieg notowań dziennych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (dalej: GPW), można zauważyć, że ceny jednych spółek zwyżkują, a innych spadają – i to przeważnie pomimo braku napływu jakichś bardzo pozytywnych czy też zdecydowanie negatywnych informacji, a także sformalizowanych komunikatów, które mogłyby rzutować na wyniki finansowe tych spółek. Daje się również zauważyć zróżnicowanie płynności obrotu akcjami poszczególnych spółek, proporcjonalne do poziomu ich kapitalizacji oraz udziału tzw. *free float*, czyli proporcji części akcji znajdujących się w obrocie na rynku do ogólnej liczby akcji spółki.

Zadane w tytule pytanie ma swój głębszy podtekst, gdyż wiąże się z kwestią, czy wahania cen obserwowane na GPW mają podobne przyczyny jak zmiany cen akcji na innych, większych giełdach. A może polska giełda to tylko pole do spekulacyjnej „zabawy” dla większych inwestorów portfelowych nieliczących się z kondycją fi-

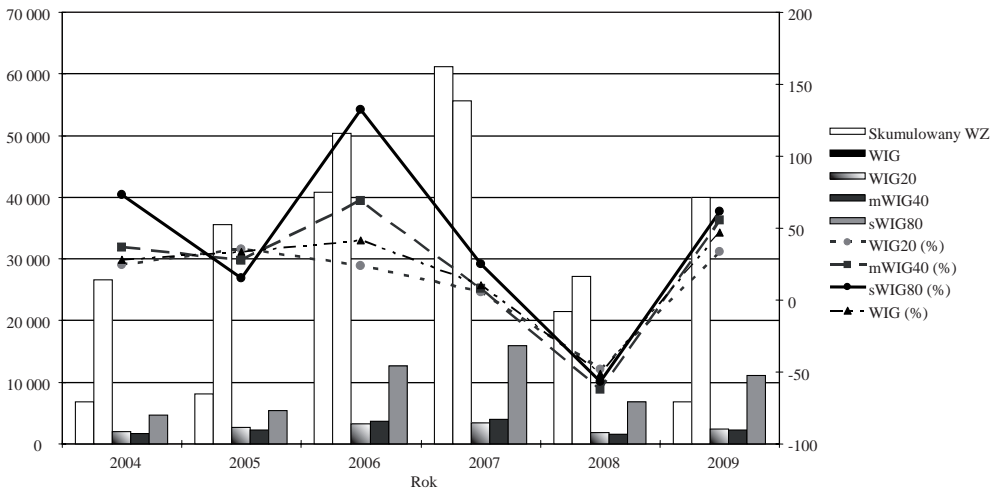
nansową notowanych spółek, a jedynie zorientowanych na wywindowanie cen akcji i późniejszą ich sprzedaż w odpowiednim momencie? Stąd głębszy sens zadanego w tytule pytania [*Spółki są tylko...* 2008].

Inspirację dla analizy postępowania inwestorów na GPW stanowiły opracowania na temat kreowania tzw. bąbli spekulacyjnych sporządzone przez takich autorów, jak C. Boucher [2004, 2006], C. Burnside, B. Han, D. Hirschleifer, T. Yue Wang [2010] oraz R. Novy-Marx [2010]. Na przykład M. Baker i J. Wurgler twierdzili, że wypłata dywidendy nie ma wpływu na sentyment inwestorów [Baker, Wurgler 2004]<sup>1</sup>, co będzie przynajmniej częściowo zweryfikowane na próbie poddanej analizie w prezentowanym artykule.

Interesujące jest również zweryfikowanie, czy w realiach GPW aktualne są poglądy na temat relatywnie większego zaufania inwestorów do spółek, których ceny akcji oscylują w granicach równowartości od kilkunastu do kilkudziesięciu dolarów (tzw. teoria cateringu), aniżeli do spółek o niższych cenach. Bardzo inspirujące były opracowania A. Bebera, M.W. Brandta i K.A. Kavajecza [2010] poświęcone analizie zmienności cen akcji i obligacji na giełdzie z uwzględnieniem współzależności zarządzania portfelowego dostosowanego do cykliczności rozwoju gospodarki oraz opracowanie F.J. Buery, J. Kaboskiego, Y. Shina [2009] na temat możliwości oderwania się sfery zmienności cen akcji od osiąganych przez spółki wyników finansowych. Należy wskazać również na wyniki badań Y.P. Chunga, H. Johnsona, M.J. Schilla [2006] opisujące występowanie zaburzeń wyceny aktywów finansowych w warunkach dużej zmienności warunków na rynku, a także zbadanie czynników determinujących rynkową wycenę spółek dokonane przez A. Davida i P. Veronesiego [2009] oraz C.R. Hultena i X. Hao [2009]. Przywołane powyżej publikacje skłoniły do sprawdzenia, czy czynnik sentymentu inwestorów odgrywał istotną rolę i czy wpływał na przebieg zmienności cen akcji na GPW. Podjęta została również próba odpowiedzi na pytanie, czy decyzje inwestorów były podejmowane w oderwaniu od analizy fundamentalnej, czy może podstawowe znaczenie dla zmian kapitalizacji giełdowej badanych podmiotów miały osiągnięte przez nie wyniki. Analizie poddano zmiany cen akcji 25 spółek notowanych na warszawskiej giełdzie w latach 2004-2009, kiedy to znajdowała ona się pod wpływem zróżnicowanych relacji podaży i popytu. W latach 2004-2007 na GPW panował pozytywny trend i podstawowe indeksy giełdowe wykazały wzrost od 76% (WIG20) do 236% (sWIG80). W 2008 r. nastąpiło bardzo zdecydowane odwrócenie tego trendu, natomiast w 2009 r. nastąpił powrót do tendencji wzrostowych z lat 2004-2007, choć WIG20 i mWIG40 nie powróciły jeszcze w pełni do poziomu z 2004 r. Stopa zwrotu z indeksu sWIG80 wykazała największą amplitudę wahań, gdyż w latach 2004-2007 wzrosła najszybciej (+61,5%), by w 2008 r. wykazać się najbardziej okazałym spadkiem (-62,5%). Te podstawowe trendy zostały zilustrowane na rys. 1.

---

<sup>1</sup> Prekursorami tego poglądu byli M. Miller i F. Modigliani [1961].



**Rys. 1.** Podstawowe indeksy i stopy zwrotu z akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004-2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.gpw.pl/analizy\_i\_statystyki; www.analizy.pl].

W Polsce nie nastąpiło ani bardzo istotne przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego w latach 2004-2007, ani też pogorszenie sytuacji gospodarczej w 2008 r., a w roku następnym również nie odnotowano spektakularnych zmian warunków otoczenia makroekonomicznego. Jednak przebieg zmienności podstawowych indeksów giełdowych wykazał bardzo istotne zmiany rzutujące na stopy zwrotu z inwestycji w akcje na GPW w Warszawie, co może świadczyć o tym, że kierunki zmienności cen akcji na GPW w znacznej mierze zależały od trendów panujących na światowych rynkach instrumentów finansowych, natomiast w bardzo małym stopniu od koniunktury gospodarczej w kraju.

## 1.2. Dobór i charakterystyka badanej próby

W opracowaniu podjęto próbę zaprezentowania podobieństw oraz różnic pomiędzy dwiema grupami spółek, z których pierwsza składa się z 15 podmiotów cieszących się nieco bardziej umiarkowaną popularnością wśród inwestorów, a druga składająca się z 10 spółek o większym zainteresowaniu inwestorów. Jako podstawowe kryterium zróżnicowania sentymentu inwestorów w odniesieniu do poszczególnych podmiotów przyjęto tzw. współczynnik oczekiwań inwestorów. Stanowi on iloczyn dwóch podstawowych parametrów analizy wyceny wartości spółek publicznych: współczynnika cena/zysk i współczynnika cena/wartość księgową. Przyjęto, że kiedy ten iloczyn przekroczy pułap 100 punktów, to można traktować go jako współczynnik zachłanności inwestorów, gdyż istnieje duża szansa, że oczekiwania inwestorów

wyrażane jako aktualna cena danych akcji są nadmierne i mogą stanowić przejaw bańki spekulacyjnej. Jest on analizowany łącznie ze współczynnikiem produktywności spółki, mającym pozwolić na uproszczoną ocenę efektywności wykorzystania majątku spółki, liczonej jako procentowa relacja zysku do wartości księgowej analizowanego podmiotu. Z wcześniejszych analiz tych dwóch parametrów można było zaobserwować, iż niebezpieczeństwo wystąpienia bańki spekulacyjnej zwiększa się, kiedy wysokiemu współczynnikowi oczekiwań inwestorów towarzyszy stosunkowo niski poziom współczynnika produktywności majątku spółki [Szlicheński 2010a, b]. Dalej parametry te będą określane jako współczynnik oczekiwań i współczynnik produktywności.

**Tabela 1.** Spółki o podwyższonym Współczynniku Oczekiwań Inwestorów (WZ) na GPW w Warszawie w latach 2004-2009

Rok	Średnia 2004-2009	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Liczba spółek o podwyższonym Współczynniku Oczekiwań Inwestorów (WZ)	53	25	29	150	74	11	28
Przeciętny Współczynnik Oczekiwań Inwestorów*	673	273	280	464	827	1 947	245
WZ (skumulowany)	24 212	6 829	8 110	40 838	61 208	21 420	6 865
WIG	39 252	26 636	35 601	50 412	55 649	27 229	39 986
ZWZ/WIG	1,01	0,26	0,23	0,81	1,1	0,79	2,87
WIG20	2 589	1 961	2 655	3 285	3 456	1 790	2 389
mWIG40	2593	1 730	2 208	3 733	4 028	1 511	2 346
sWIG80	9465	4 739	5 471	12 717	15 918	6 853	11 091
Liczba spółek na GPW	300	239	265	267	328	349	354
Udział spółek o podwyższonym wskaźniku oczekiwań (w %)	18	10	11	56	23	3	8

\* W zbiorowości spółek o podwyższonych oczekiwaniach inwestorów – powyżej 100 punktów.

Źródło: obliczenia własne na podstawie: [www.analizy.pl; www.gpw.pl; *Prospekt emisyjny...* 2010].

Analizą objęto przede wszystkim spółki, które w większości lat obrachunkowych wykazywały zyski, choć niektóre z badanych podmiotów wykazywały w tym okresie zarówno pozytywny, jak i negatywny wynik finansowy. Dobór reprezentatywnej próby był utrudniony, gdyż wiele spółek pojawiło się na GPW w latach 2004–2009, a do tego wiele permanentnie ponosiło straty, co miało wpływ na parametr cena/zysk i wykluczało je z obszaru badawczego. Pierwsza grupa składa się z 15 spółek, spośród których pięć zaliczanych jest do indeksu średniej wielkości podmiotów – mWIG40, dwie do indeksu małych spółek sWIG80, a pozostałe wchodzi jedynie w skład indeksu WIG. W tej grupie znajdują się trzy spółki z sektora budownictwa i materiałów budowlanych, trzy z przemysłu metalowego, po dwa podmioty z sektora deweloperskiego, elektromaszynowego i lekkiego oraz pojedyncze spółki z przemysłu chemicznego, handlu detalicznego i informatyki.

W grupie drugiej znajdują się dwie spółki zaliczane do indeksu WIG20, po trzy z mWIG40 i sWIG80 i dwie wchodzące jedynie w skład ogólnego indeksu WIG. Cztery podmioty z tej grupy należą do sektora budownictwa, dwa do sektora mediów oraz po jednym do sektorów: deweloperskiego, przemysłu spożywczego i elektromaszynowego oraz handlu detalicznego.

Liczba notowanych na GPW spółek o podwyższonym powyżej 100 punktów wskaźniku oczekiwań inwestorów wykazała maksimum w 2006 r., ale przeciętnie w badanym okresie 18% podmiotów (53 spółki) wykazywało podwyższony powyżej 100 punktów współczynnik oczekiwań inwestorów.

## **2. Porównanie parametrów giełdowych spółek „mniej i bardziej lubianych” przez inwestorów**

Skład grupy spółek „mniej lubianych” przez inwestorów był mniej zróżnicowany pod względem zaprezentowanych w tab. 2 podstawowych parametrów giełdowych. Przeciętna kapitalizacja spółek bardziej lubianych była o 147% wyższa, co stanowiło rezultat lepszego sentymentu inwestorów udokumentowanego wyższym wskaźnikiem ceny do wartości księgowej, a także wyższej o 51% przeciętnej wartości księgowej spółek z tej grupy. Przeciętny wskaźnik ceny do zysku był jeszcze bardziej zróżnicowany niż poprzedni, gdyż był prawie 6-krotnie wyższy w grupie drugiej. Obydwa te parametry brane do kalkulacji współczynnika oczekiwań dały w rezultacie prawie 9-krotnie wyższy przeciętny współczynnik oczekiwań inwestorów dla spółek „bardziej lubianych” w porównaniu z piętnastką „mniej lubianych”.

W konsekwencji przeciętny obrót akcjami 10 spółek „bardziej lubianych” był dwuipółkrotnie wyższy niż 15 spółek „mniej lubianych”, a przeciętna stopa zwrotu z inwestycji w spółki uważane za „lepsze” była o ponad 30% wyższa.

Nominalny poziom ceny akcji „bardziej lubianych” wyniósł przeciętnie 203 zł, a 54 zł „mniej lubianych”, co może stanowić potwierdzenie tzw. teorii cateringu prowadzącej się – w dużym uproszczeniu – do konkluzji, że akcje o wyższych nominalach budzą większe zaufanie wśród inwestorów giełdowych. Przeciętny wzrost

Tabela 2. Wybrane parametry giełdowe spółek Grupy A i B w latach 2004–2009

Lp.	Spółka	Kapitalizacja (w mln PLN)	C/Z	C/WK	Współczynnik oczekiwań	Obroty (mln zł)	Obroty/ kapitalizacja	Stopa zwrotu	Kurs ostatni	Rozpiętość kurs max – kurs ostatni	Rozpiętość kurs max – min
	Grupa A	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	Synthos	968	32	1,2	38	675	0,7	9,4	19,24	34%	151%
2	Cersanit	2850	22	4,0	89	1116	0,4	35,2	38,56	22%	88%
3	Stalprodukt	2618	11	3,9	44	441	0,2	140,4	389,27	27%	113%
4	Polnord	762	17	1,3	23	1458	1,9	170,1	51,89	38%	225%
5	Vistula	408	19	2,5	49	479	1,2	101,6	29,22	27%	53%
6	Aparator	571	20	4,2	82	203	0,4	39,9	59,07	19%	105%
7	Elektrobudowa	509	20	3,9	79	223	0,4	64,2	114,67	18%	76%
8	Ferrum	197	18	1,8	33	288	1,5	115,7	13,30	32%	206%
9	TUP	113	31	1,5	46	160	1,4	111,7	9,54	16%	303%
10	FAM	106	36	1,4	50	343	3,2	34,0	8,27	34%	127%
11	Teta	125	19	4,6	86	167	1,3	33,9	15,92	42%	73%
12	Naftobudowa	140	6	2,7	15	129	0,9	88,2	22,86	54%	150%
13	Lubawa	93	18	2,2	39	647	7,0	50,5	9,15	32%	206%
14	Protektor	68	17	2,3	40	269	3,9	68,5	9,40	35%	216%
15	Remak	55	8	1,6	13	59	1,1	15,4	18,18	35%	124%
	Średnia	639	20	3	48	444	2	72	54	31%	148%
	Max/Min	52	6	4	7	25	41	18	47	3	6
	Grupa B	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	TVN	5733	25	8,2	206	4009	0,7	31,7	31,13	27%	81%
2	Elstar Oil	2580	100	5,1	509	1994	0,8	120,6	310,0	34%	85%
3	PBG	2357	44	4,7	203	1690	0,7	51,0	209,52	30%	60%
4	Budimex	1582	148	2,9	435	931	0,6	13,9	61,95	27%	75%
5	LPP	2123	38	6,4	244	532	0,3	46,4	1238	33%	111%
6	Rafako	488	52	2,5	132	440	0,9	33,4	16,02	32%	166%
7	Gant	319	419	4,1	1733	799	2,5	468,5	28,40	130%	728%
8	ATM Grupa	432	34	3,3	110	95	0,2	41,42	88,4	28%	120%
9	Mostal Plock	94	248	1,7	430	119	1,3	57,9	46,99	31%	119%
10	Budopol	51	14	21,8	295	377	7,4	82,6	2,41	133%	255%
	Średnia	1576	112	6	430	1099	2	95	203	50%	180%
	Max/Min	112	31	13	16	42	34	34	513	5	12

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.gpw.pl/analizy\_i\_statystyki; www.analizy.pl].

cen akcji z grupy „mniej popularnych” wyniósł ok. 40%, natomiast akcje z grupy spółek bardziej popularnych wśród inwestorów wzrosły o ok. 64% w badanym przedziale czasu. Obydwie grupy niewiele różniły się pod względem uproszczonej miary żywiołowości zmian cen akcji, rozumianej jako rozpiętość pomiędzy kursem maksymalnym a minimalnym w ciągu roku. Przeciętna rozpiętość w grupie „popularnych” wyniosła 156%, a w grupie mniej popularnych spółek była o dziewięć punktów procentowych wyższa. Może to świadczyć o zgodności tego trendu ze spotykanyymi w literaturze poglądami, że ceny akcji spółek o wyższym współczynniku cena/wartość księgową są z reguły mniej podatne na różnego rodzaju szoki czy wstrząsy rynkowe. Dość zaskakująca wydaje się obserwacja, że przeciętna wartość rocznych obrotów akcjami stanowi dwukrotność wartości kapitalizacji i jest identyczna w obydwu grupach. Można dojść do wniosku, że sentyment inwestorów wyrażony relacją wartości obrotów akcjami do kapitalizacji spółek był identyczny w obydwu badanych grupach. W odniesieniu do poszczególnych spółek parametr ten był zróżnicowany i znajdował się w przedziale od 0,2 do 7,0 w grupie mniej popularnych, a także całkiem podobnie – od 0,2 do 7,0 w grupie bardziej popularnych spółek. Spółki o najwyższej relacji obrotów do kapitalizacji w danej grupie wykazywały przy tym współczynnik oczekiwań na poziomie niższym od przeciętnego dla swojej grupy. Obydwie zbiorowości wykazywały zbliżone proporcje przeciętnego udziału głównego inwestora oraz udziału tzw. akcjonariuszy rynkowych w akcjonariacie, które wynosiły odpowiednio 34% dla „mniej lubianych” i 41% dla „bardziej lubianych” oraz analogicznie 44 i 47% w odniesieniu do drugiego z tych parametrów.

### 3. Porównanie wyników finansowych obydwu grup spółek

Porównanie podstawowych parametrów finansowych spółek obydwu grup w tab. 3 powinno zasygnalizować, czy zróżnicowanie sentymentu inwestorów miało swoje uzasadnienie w wynikach finansowych osiągniętych przez te podmioty. W latach 2004-2009 suma bilansowa spółek z grupy A wynosiła średnio 512 mln zł, a z grupy B – 972,5 mln zł, czyli o 90% więcej. Przeciętny roczny wzrost aktywów był także wyższy w grupie B i wynosił 48% wobec 33% w grupie A. Przeciętna kwota zysku w grupie B wyniosła 58 mln zł i była wyższa o 46% niż w grupie A składającej się ze zdecydowanie mniejszych spółek, co skutkowało wyższym o pięć punktów procentowych wskaźnikiem zwrotu z aktywów w grupie A. Współczynnik produktywności był natomiast wyższy w grupie B o sześć punktów procentowych w porównaniu z grupą A. Przeciętna roczna dynamika zysku w spółkach grupy A wyniosła 29%, natomiast w grupie B była ujemna i wynosiła –48%. Stopa dywidendy wyniosła 2% w grupie B, wobec 1% w grupie A. Współczynnik kapitalizacji do aktywów był nieznacznie (o 0,1) wyższy w grupie B i wynosił 1,3.

Pomimo niższego wskaźnika ROA spółki bardziej lubiane przez inwestorów chętniej dzieliły się nieco większymi zyskami od swoich konkurentów z grupy A, na co pozwalał im wyższy przeciętny wskaźnik produktywności.

Tabela 3. Wybrane parametry finansowe spółek Grupy A i B w latach 2004-2009

Lp.	Nazwa spółki	Udział głównego inwestora (%)	Free float (%)	Aktywa (mln PLN)	Przeciętna roczna zmiana aktywów	Stopa dywidendy (%)	Zysk netto (mln PLN)	Przeciętna roczna zmiana zysku	ROA	Współczynnik produktywności	Kapitalizacja do aktywów
	Grupa A	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	Synthos	39	52	1778	35%	0,7	150	215%	8%	15%	0,5
2	Cersanit	49	38	2005	28%	0,0	88	-37%	7%	16%	1,4
3	Stalprodukt	33	45	975	33%	2,5	235	121%	23%	40%	2,4
4	Polnord	37	37	1021	53%	0,0	13	-40%	-6%	4%	0,7
5	Vistula	65	35	411	61%	0,0	-7	-28%	6%	8%	1,1
6	Aparator	19	67	222	30%	2,2	35	36%	17%	27%	2,6
7	Elektrobudowa	50	45	315	3%	1,7	30	40%	8%	21%	1,6
8	Ferrum	30	25	272	-10%	0	11	-18%	4%	11%	0,7
9	TUP	26	27	118	71%	1,3	14	-4%	21%	-58%	1,0
10	FAM	19	63	167	44%	0,8	-3	18%	1%	3%	0,6
11	Teta	24	31	88	55%	0,56	8	22%	13%	26%	1,4
12	Naftobudowa	51	34	96	10%	0,0	6	-81%	6%	9%	1,5
13	Lubawa	11	79	60	20%	1,7	5	36%	9%	13%	1,3
14	Protektor	22	49	69	58%	5,5	5	115%	10%	36%	1,0
15	Remak	39	36	82	11%	0,6	3	36%	3%	8%	0,7
	Średnia	34	44	512	33%	1	39	29%	9%	12%	1,2
	Grupa B	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	TVN	41	39	2634	24%	1,5	270	47%	11%	42%	2,2
2	Elstar	53	47	386	44%	0,5	9	-162%	0%	7%	0,9
3	PBG	33	49	1858	74%	0,0	97	65%	5%	16%	1,3
4	Budimex	59	32	2495	17%	1,3	48	183%	1%	4%	0,6
5	LPP	20	42	770	35%	0,0	88	24%	12%	25%	2,2
6	Rafako	44	57	657	15%	0,3	10	87%	1%	3%	0,7
7	Gant	17	57	625	168%	0,0	31	-696%	3%	18%	0,5
8	ATM Grupa	50	50	181	42%	2,17	14	4%	1%	13%	2,4
9	Mostal PLC	48	40	83	9%	10,3	10	104%	10%	17%	1,1
10	Budopol	44	53	36	54%	0,0	0	-138%	-9%	35%	1,4
	Średnia	41	47	973	48%	2	58	-48%	4%	18%	1,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.



#### 4. Podsumowanie. Podstawy zróżnicowania sentymentu inwestorów

Można zauważyć dość istotne różnice w podejściu inwestorów do inwestowania w akcje obydwu grup spółek. Przeciętny wzrost cen akcji spółek bardziej lubianych przez inwestorów przyniosłoby w okresie 2004-2009 zwrot na poziomie 64%, czyli o przeszło połowę wyższy dochód dla inwestora niż spółek z grupy A, gdzie inwestycja w akcje przyniosłaby przeciętnie zwrot na poziomie 40%. Trafność oczekiwań inwestorów w odniesieniu do inwestycji w akcje spółek grupy B potwierdza bardzo wysoki współczynnik korelacji pomiędzy stopą zwrotu z akcji a współczynnikiem oczekiwań, który wyniósł 0,97, natomiast dla inwestycji w spółki grupy A współczynnik ten wyniósł  $-0,33$  i świadczył o znacznie niższej i odwrotnie ukierunkowanej współzależności. Z reguły mniejsze spółki z grupy A prowadziły mniej przejrzystą politykę informacyjną wobec inwestorów, a do tego wydają się mniej przewidywalne ze względu na ich większą podatność na zawirowania rynkowe.

Na drugim miejscu pod względem siły współzależności znalazła się korelacja pomiędzy poziomem kapitalizacji a wartością obrotów akcjami spółek, która wyniosła 0,94 dla grupy B i 0,51 dla grupy A. Współczynnik korelacji pomiędzy wskaźnikiem cena/zysk a stopą zwrotu wyniósł 0,81 w grupie B, a  $-0,26$  w grupie A. Współzależność pomiędzy wskaźnikiem cena do wartości księgowej a podatnością na zmienność cen rozumianą jako współczynnik rozpiętości cen minimalnych i maksymalnych wyniosła  $-0,63$  w grupie A i 0,09 w grupie B. Korelacja współczynnika cena do wartości księgowej i rozpiętości pomiędzy ceną maksymalną w roku a ceną na koniec roku była zauważalna w grupie B, gdzie wyniosła 0,63, natomiast w grupie A wykazała wartość  $-0,22$ . Bardzo słaba była współzależność między parametrem cena do wartości księgowej a stopą zwrotu z akcji, gdyż współczynnik korelacji wyniósł  $-0,13$  dla grupy A oraz  $-0,03$  dla grupy B.

Podjęwając próbę odpowiedzi na zadane w tytule pytanie, można odpowiedzieć, że inwestorzy mają swoje preferencje co do wyboru przedmiotu inwestycji, które wynikają z wcześniej dokonanych analiz i ocen pozwalających dokonać wyboru najbardziej obiecujących spółek. Jednak w odniesieniu do spółek mniejszych te preferencje stają się mniej zrozumiałe i bardziej przypadkowe.

Podsumowując, można zauważyć, że prawidłowości postępowania inwestorów na GPW są raczej typowe, gdyż preferują oni spółki o stosunkowo wysokiej kapitalizacji i płynności obrotów – tak aby zainwestowanie bądź dezinwestycja nie pociągały za sobą dodatkowej zmienności cen akcji. Inwestorzy wykazywali przy tym większą skłonność do obrotu akcjami spółek o stosunkowo wyższych przeciętnych nominalach cen, co stanowi potwierdzenie tzw. teorii cateringu na gruncie polskim. W obydwu grupach znalazły się akcje spółek, którymi obrót siedmiokrotnie przewyższył wartość ich kapitalizacji, przy czym ich ceny nominalne nie należały do najwyższych w ramach danej grupy. Zdecydowanie większe zaufanie inwestorów wzbudzały spółki o wyższej produktywności majątku, które przy tym wykazały

większą skłonność do dzielenia się wypracowanymi efektami gospodarowania z akcjonariuszami poprzez wypłatę dywidendy.

## Literatura

- Baker M., Wurgler J., *Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns*, NBER Working Paper no. 10449, April 2004.
- Beber A., Brandt M.W., Kavajecz K.A., *What Does Equity Sektor Orderflow Tell Us about the Economy?* NBER Working Paper no. 16534, November 2010.
- Bordo M.D., Dueker M.J., Wheelock D.C., *Inflation, Monetary Policy and Stock Market Conditions*, NBER Working Paper no. 14019, May 2008
- Boucher C., *Stock prices-inflation puzzle and the predictability of stock market returns*, „Economics Letters” 2004, vol. 90, s. 205-212.
- Boucher C., *Stock prices, inflation and stock returns predictability*, „Finance” 2006, vol. 27, no. 2, s. 71-102.
- Buera F.J., Kaboski J., Shin Y., *Finance and Development: A Tale of Two Sectors*, NBER Working Paper no. 14914, April 2009.
- Burnside C., Han B., Hirshleifer D., Yue Wang T., *Investor Overconfidence and the Forward Premium Puzzle*, NBER Working Paper no. 15866, April 2010.
- Chung Y.P., Johnson H., Schill M. J., *Asset pricing when returns are nonnormal: Fama-French factors versus higher-order systematic comoments*, „Journal of Business” 2006, vol. 79, no. 2.
- David A., Veronesi P., *What Ties the Return Volatilities to Price Valuations and Fundamentals?*, NBER Working Paper no. 15563, December 2009.
- Hulten C.R., Hao X., (2009), *What Is Company Really Worth? Intangible Capital and the „Market Book Value” Puzzle*, NBER Working Paper no. 15563, December 2009.
- Miller M., Modigliani F., *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, „Journal of Business” 1961, October, vol. 34.
- Novy-Marx R., *The Other Side of Value: Good Growth and the Gross Profitability Premium*, NBER Working Paper no. 15940, April 2010.
- Prospekt emisyjny oferty publicznej sprzedaży do 26.786.530 akcji zwykłych na okaziciela serii B Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Warszawa 2010.
- „Rocznik Giełdowy” 2010, *Dane statystyczne za rok 2009*, Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2010.
- Spółki są tylko narzędziem giełdowych manipulacji*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2008, czerwiec.
- Szlicheński K., *Poszukiwanie przyczyn zmienności cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004-2008*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynki finansowe i ubezpieczenia. Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu nr 143, UE, Poznań 2010a.
- Szlicheński K., *Zachłanność inwestorów jako istotny element powstawania tzw. bąbli spekulacyjnych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, [w:] J. Sokołowski, M. Sosnowski, A. Żabiński (red.), *Polityka ekonomiczna*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego nr 111, UE, Wrocław 2010b.

## Źródła internetowe

[www.analizy.pl](http://www.analizy.pl).

[www.gpw.pl/analizy\\_i\\_statystyki](http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki).

## **ARE THERE COMPANIES MORE AND LESS POPULAR BY THE INVESTORS ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE?**

**Summary:** Investors do have their preferences regarding the selection of their investment subject, which are based on prior analyses and evaluations. Investors behaviour on the WSE is rather typical because they prefer companies with relatively high capitalization and liquidity in order to avoid additional volatility of stock price caused by purchase or disposal of a given equity. Investors present much more significant propensity to deal with shares with higher level of nominal price. They also allocate higher degree of trust to companies which have higher amount of book value and productivity accompanied by higher propensity to payout dividend.