

JAKUB KELLER*, RADOSŁAW PASTUSIAK**

Rekomendacje inwestycyjne a realia gospodarcze: nadmierny optymizm wśród analityków giełdowych

Wprowadzenie

Rekomendacje giełdowe publikowane przez biura maklerskie są ważnym elementem rynku kapitałowego. Raport tego typu jest opinią analityka reprezentującego określone instytucje rynku finansowego, mający na celu ocenę sytuacji danego przedsiębiorstwa w sposób profesjonalny i służący klientom instytucji do uzyskania kompleksowej informacji i przewagi informacyjnej nad innymi uczestnikami rynku. Analityk wystawia ją po szczegółowej ocenie przedsiębiorstwa, jednakże metodyka wykonania takiej rekomendacji sprawia, iż jest to jego subiektywna opinia. W momencie publikacji rekomendacja staje się raportem w pełni jawnym i dostępnym szerokiemu gronu odbiorców. Wpływ publikacji rekomendacji na kurs spółek jest przedmiotem analiz badaczy od wczesnych lat XX w. W zależności od rynku oraz rodzaju samego papieru wartościowego, którego dotyczy raport analityczny, uzyskiwane wyniki badań nad oddziaływaniem rekomendacji wydają się rozbieżne. Różni autorzy w różnorodny sposób podchodzą do wpływu rekomendacji. Przede wszystkim zauważalny jest ich wpływ na ceny lub jego brak.

Za problem badawczy autorzy tego artykułu postawili sobie próbę potwierdzenia, iż heurystyka nadmiernego optymizmu stanowi znaczący element w procesie konstruowania przez analityków rekomendacji giełdowych. Ponadto stronią oni od wystawiania rekomendacji silnych i jednoznacznych, co autorzy interpretują jako zachowanie zapobiegawcze, pozwalające na uniknięcie odpowiedzialności w przypadku pomyłki. Behawioralny kontekst przeprowadzonych analiz wynika z faktu, iż ceny docelowe oraz same rekomendacje nie są determinowane jedynie przez obliczenia matematyczne. Pomimo pewnych ustalonych procedur i schematów stosowanych w procesie wyceny aktywów, nadal wykonywane obliczenia opierają się na subiektywnych założeniach i osądach. Warto również podkreślić, że finalne wyniki wykonanych prognoz są korygowane przez analityków w sposób subiektywny, czasem na podstawie błędnych przesłanek wynikających

* Mgr Jakub Keller, Zakład Finansów Korporacji, Uniwersytet Łódzki; e-mail: jakub.keller@uni.lodz.pl

** Dr hab. Radosław Pastusiak, Zakład Finansów Korporacji, Uniwersytet Łódzki; e-mail: rpastusiak@uni.lodz.pl

z heurystyk. Niniejszy artykuł stara się odpowiedzieć na pytania: jak analitycy wystawiają rekomendacje, czy można zauważyć tutaj ewidentne trendy, jaka jest rozpiętość cenowa wystawianych rekomendacji? Analizy zostały przeprowadzone na podstawie danych pochodzących z polskiego rynku kapitałowego; dane empiryczne pochodzą z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

1. Dotychczasowe badania

Pierwszą pracą dotyczącą wpływu rekomendacji na zmiany cen akcji był artykuł Cowel-
sa (1933), traktujący o skuteczności tego typu analiz na rynku giełdowym. W tekście
tym dochodzi on do wniosku, że większość rekomendacji nie stanowi istotnego źródła
informacji dającego przewagę jej posiadaczowi. W kolejnych latach rekomendacje inwe-
stycyjne były badane wielowymiarowo, w wyniku tego powstało wiele opracowań, w któ-
rych autorzy często dochodzą do rozbieżnych wniosków. W opublikowanych dotychc-
zas badaniach obserwuje się dwa równie silne trendy, które w sprzeczności do siebie potwier-
dzają i zaprzeczają skuteczności raportów analityków giełdowych we wspieraniu kon-
struowania strategii inwestycyjnych. Innym nurtem badawczym są analizy porównujące
wpływ rekomendacji na ceny akcji w zależności od segmentu, do którego należy oceniane
przedsiębiorstwo. Kolejnym obszarem jest zwiększona skuteczność rekomendacji pozy-
tywnych. W swoich badaniach Liu, Smith i Syed (1990) udowodnili wpływ rekomendacji
na ceny w dniu ukazania się rekomendacji. W ostatnim dwudziestoleciu interesujące
badania związane z rekomendacjami giełdowymi zostały podjęte przez Stickela (1995),
który stwierdził, że ważna jest sama renoma firmy tworzącej rekomendacje; otrzymał on
różne wyniki w zależności od instytucji publikującej raporty, co wskazuje, że inwestorzy
nie traktują wszystkich rekomendacji w ten sam sposób. Natomiast w analizach podję-
tych przez Walkera i Hatfielda (1996) udowodniono, że inwestorzy nie odnoszą dodat-
kowych profitów z wykorzystania informacji pochodzących z rekomendacji. W badaniu
wykonanym przez Clark'a i jego zespół badawczy (2006) zostały przetestowane rapo-
rty analityczne wystawione w okresie 1995–2001; badanie to nie potwierdziło występowania
systematycznego odchylenia, wyrażającego nadmierny optymizm. Barber i in. (1998) wy-
kazali, że pozytywne rekomendacje skutkują większymi stopami zwrotu, natomiast nega-
tywne mniejszymi; uzyskane wyniki wskazują na istotnie większą stopę zwrotu w strategii,
w której były wykorzystywane rekomendacje jako źródło fundamentalnych informacji
o spółkach. Jaffe i Mahoney (1999) jako pierwsi zwrócili uwagę na aspekt kosztów pozy-
skania rekomendacji jako czynnika zmniejszającego korzyści wynikające z jej posiadania;
według nich, biorąc pod uwagę te koszty, inwestorzy nie osiągają dodatkowych zysków
z tytułu rekomendacji. Juergens (1999) przedstawił wyniki wskazujące na fakt, iż publika-
cja rekomendacji powoduje dodatkowe zmiany cen i pozwala osiągnąć ponadprzeciętne
zyski. Ho i Harris (2000) w wykonanych analizach udowodnili, że inwestorzy wykorzystu-
jący rekomendacje posługują się nimi jedynie jako podstawą własnych analiz i potwier-
dzają je dodatkowo wybranymi przez siebie miarami ekonomicznymi; ich zaufanie co do
poprawności rekomendacji jest ograniczone. Aitken i in. (2000), analizując australijską
giełdę w latach 1992–1998, pokazali, że rekomendacje wystawiane przez agentów nieru-
chomości powodują perturbacje w zakresie cen przedsiębiorstw powiązanych z branżą
budowlaną w dniu publikacji. Barber i in. (2001) analizowali NYSE i udowodnili, że krót-
koterminowe strategie oparte na rekomendacjach dają dobre zyski inwestorom, aczkol-
wiek ich dochodowość może być poważnie ograniczona przez koszty częstych transakcji.
Azzi (2005) dokonał analizy zniekształceń cen papierów wartościowych poddawanych

pod ocenę w rekomendacjach analityków europejskich. Stwierdza on, że często informacje są podawane w nieprawidłowym kontekście i wydźwięk rekomendacji jest dostosowany do trendu na rynku. Oznacza to, że rynek interpretuje rekomendacje w sposób dowolny. Jeśli jest ona negatywna na rynku wzrostowym, wówczas oddziaływanie na cenę akcji jest mniejsze; jeśli jest pozytywna na rynku spadkowym, sytuacja jest analogiczna. Fang i Ayako (2005) w swoich rozważaniach udowodnili przydatność informacji pochodzących z rekomendacji oraz wyraźnie większą zyskowność inwestycji dokonywanych według wskazań zawartych w tych raportach. W badaniach Changa i Chana (2008) wykazano, iż wpływ rekomendacji jest różny w zależności od domu maklerskiego, który je opublikował, spółki, której dotyczy, jej wielkości, a także wieku. Loh i Stulz (2009) zaobserwowali ponadprzeciętne zmiany cen po ogłoszeniu rekomendacji, głównie w przypadku spółek będących w centrum uwagi mediów. Z ich badań wynika, że ok. ¼ rekomendacji nie wpływa na kurs akcji, zaś ok. 10% wywiera bardzo znaczący wpływ.

Przytoczone badania potwierdzają zainteresowanie świata nauki tematem rekomendacji giełdowych. Raporty domów maklerskich stanowią obiekt wielopłaszczyznowych analiz, a ich wpływ badany jest w różnym kontekście. Artykuł niniejszy jest dodatkowym głosem w dyskusji, mającym dostarczyć danych i argumentów wskazujących na subiektywizm ocen dokonywanych przez analityków giełdowych, którzy są odpowiedzialni za tworzenie rekomendacji inwestycyjnych.

2. Metodologia badania

Badanie przedstawione w niniejszym artykule zostało wykonane na podstawie próby badawczej zawierającej 786 rekomendacji giełdowych opublikowanych w latach 2009–2012. Wszystkie dotyczą największych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, należących do indeksu WIG 20, według stanu z maja 2012 r. Zostały one opublikowane przez 31 polskich oraz zagranicznych domów maklerskich. Należy także nadmienić, iż wszystkie uwzględnione rekomendacje są dostępne bez konieczności uiszczenia jakichkolwiek opłat, przez co mogą być wykorzystane przez każdego inwestora zainteresowanego ich treścią.

Raporty znajdujące się w próbie badawczej zostały pogrupowane według różnych kryteriów, dzięki czemu możliwa była ich analiza strukturalna względem treści publikacji, segmentu spółek oraz według instytucji publikujących raporty.

Przeprowadzone badanie zostało podzielone na kilka zasadniczych etapów:

I. Etap pierwszy obejmował zastosowanie szeregu miar statystycznych opisujących badaną grupę. W pierwszej kolejności przeanalizowano mediany, średnie arytmetyczne, a także odchylenia standardowe potencjałów wzrostu kursów akcji w poszczególnych grupach rekomendacji. Trzeba tu dodać, że grupowanie odbywało się na podstawie bezpośrednich, finalnych treści zaleceń zawartych w raportach. Ze względu na niejednorodną nomenklaturę używaną przez poszczególne domy maklerskie, treść zaleceń została zunifikowana, przez co w ostatecznej formie pod rozważę poddano pięć zasadniczych grup zaleceń:

1. Sprzedaj
2. Redukuj
3. Neutralnie
4. Akumuluj
5. Kupuj.

Dodatkowo przez potencjał wzrostu wynikający z zalecenia będziemy rozumieć wielkość wyrażoną w następujący sposób:

$$P_w = \frac{C_d - C_z}{C_z} \times 100\%$$

gdzie:

P_w – potencjał wzrostu,

C_d – cena docelowa,

C_z – cena zamknięcia w dniu publikacji.

Jeżeli raport ukazał się w dniu, w którym nie było sesji giełdowej, do obliczeń wykorzystywana jest cena zamknięcia z najbliższego, możliwego do uwzględnienia dnia poprzedzającego ukazanie się raportu.

II. Etap drugi obejmował analizę rozpiętości poszczególnych grup rekomendacji pod względem potencjałów wzrostu cen. Parametr ten będzie miał znaczenie w ocenie jednoznaczności i precyzji rekomendacji.

III. W trzecim etapie pod rozważę poddano tendencje i trendy, w połączeniu z systematyką oraz częstością publikowania poszczególnych typów publikacji.

IV. Kończącym etapem była ocena typu i siły sygnałów oraz koncentracji publikacji w kontekście warunków gospodarczych w Polsce w latach 2007–2012. Ustosunkowano się do kilku wybranych wskaźników makroekonomicznych, w tym do PKB (r/r), stopy bezrobocia, inflacji (r/r) i produkcji przemysłowej (r/r).

Wyniki badania

W pierwszej kolejności trzeba przyrzeć się grupowaniom raportów rekomendacyjnych, jakie zostały dokonane w podjętym badaniu. Po wcześniejszej harmonizacji typów rekomendacji zostały one podzielone najpierw w sposób prosty – uwzględniający jedynie typ zaleceń, następnie w sposób szczegółowy – uwzględniający dodatkowo instytucję publikującą raport oraz podział ze względu na spółkę, której dana analiza dotyczy. Tabela 1 przedstawia liczbę raportów uwzględniając prosty podział według typu rekomendacji. Tabele szczegółowe zostały zachowane w dokumentacji badania¹.

Tabela 1
Liczba raportów podzielonych ze względu na typ

	Akumuluj	Kupuj	Neutralnie	Redukuj	Sprzedaj	Suma
Liczba publikacji	97	268	268	62	91	786

Źródło: opracowanie własne.

Nietrudno dostrzec, że znaczną część analizowanych rekomendacji stanowią raporty o pozytywnym wydźwięku. Raportów oceniających spółkę pozytywnie, do których zaliczymy „akumuluj” i „kupuj” jest 365, co stanowi przeszło 46% analizowanej bazy, natomiast raportów z wydźwiękiem negatywnym, czyli „redukuj” i „sprzedaj” jest 153, czyli nieco ponad 19%. Oznacza to, że analiz pozytywnych jest ponad dwukrotnie więcej niż negatywnych. Tendencja ta była obserwowana przez badaczy rekomendacji giełdowych także dla innych rynków światowych. Warto nadmienić, iż analizy neutralne to ponad 34% próby. Należałoby przeanalizować co jest przyczyną występowania tak dużej grupy niejedno-

¹ Szczegółowe wyniki badania są w dyspozycji autorów artykułu; ograniczona objętość artykułu nie pozwala na zamieszczenie wszystkich tabel i wykresów.

znaczących analiz. Oceniając prostą informację płynącą z takiej struktury raportów trzeba by wywnioskować, iż 268 z o ocenianych spółek rokuje na tak nieznaczne zmiany ich wartości, że maklerzy wstrzymują się od wyrażenia jednoznacznej opinii na temat kupna bądź sprzedaży. Warto w tym kontekście przyjrzeć się rozpiętości przedziałów potencjałów wzrostu poszczególnych typów rekomendacji, czyli minimalnej oraz maksymalnej cenie, która determinowała wystawienie konkretnego typu rekomendacji. Dla analizowanej próby zostały one przedstawione w tabeli 2.

Tabela 2

Wartości graniczne potencjałów wzrostu dla analizowanych grup rekomendacji (w %)

Typ rekomendacji	Min	Max
Kupuj	1,22	133,39
Akumuluj	2,12	44,57
Neutralnie	-18,65	35,24
Redukuj	-20,73	9,43
Sprzedaj	-58,33	1,37

Źródło: opracowanie własne.

Łatwo zauważyć, że wartości brzegowe potencjału wzrostu, przy których wystawiano rekomendacje danego typu, są bardzo niejednoznaczne i w skrajnych przypadkach mogą być rozbieżne z raportami pochodzącymi z innych instytucji. Przede wszystkim widoczna jest duża odmienność w przyporządkowywaniu typu rekomendacji w stosunku do szacowanej ceny docelowej, jaką obserwujemy u poszczególnych analityków i domów maklerskich. Dodatkowo, w analizowanej próbie można odnaleźć raporty sugerujące redukcję posiadanego pakietu bądź też jego sprzedaż, nawet przy cenie docelowej istotnie wyższej niż cena w dniu publikacji. Intrygujące jest, iż pomimo wystawiania rekomendacji w 5 kategoriach, ich przedziały pokrywają się do tego stopnia, iż możemy wskazać zalecenia „sprzedaj” z wyższym potencjałem wzrostu niż minimum dla rekomendacji „kupuj”, co wskazuje na skrajny dysonans metodologiczny tworzenia zaleceń przez różnych analityków. Dlatego też sugerowanie się ostateczną treścią rekomendacji, skumulowaną w zdaniu podsumowującym, praktycznie wyklucza jej stosowalność w obiektywnej analizie spółki. Wyjątkowo interesująca wydaje się grupa rekomendacji „neutralnych”, w której rozpiętość potencjału wzrostu zaprzecza tezie o przewidywanej małej zmianie ceny akcji. Rozpiętość w tej podgrupie wynosi prawie 54%, a wartości graniczne minimum i maksimum znacząco przekraczają obserwowane brzegowe wartości dla rekomendacji „redukuj” i „akumuluj”. W tym kontekście należy przeanalizować mediany oraz odchylenia standardowe obserwowane w poszczególnych grupach rekomendacji. Podano je w tabeli 3.

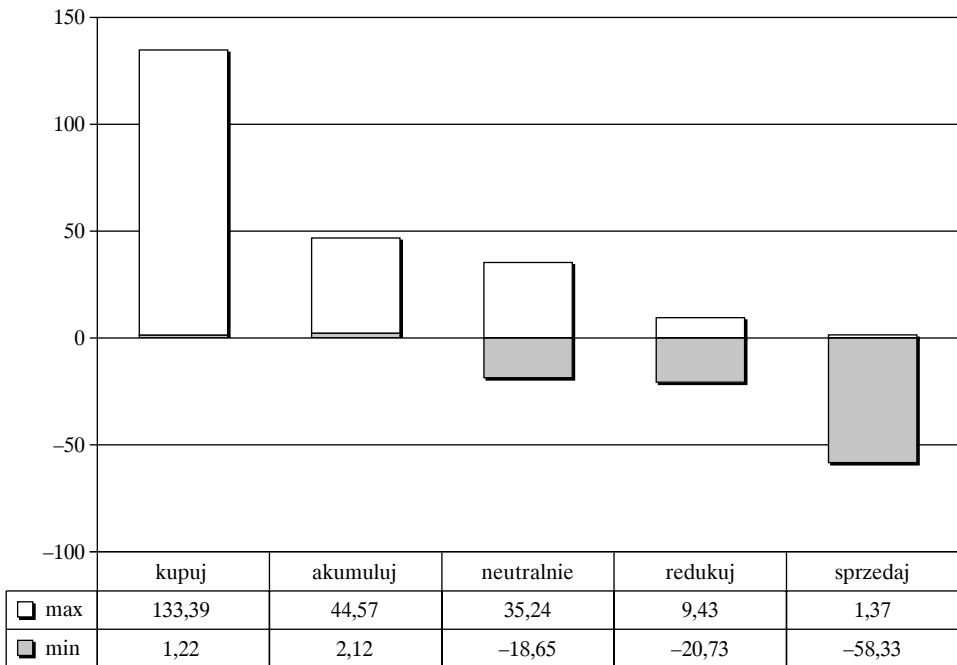
Tabela 3

Mediany i odchylenia standardowe potencjałów wzrostu dla analizowanych grup rekomendacji (w %)

Typ rekomendacji	Mediana	Odchylenie standardowe
Kupuj	20,46	13,17
Akumuluj	11,76	7,61
Neutralnie	3,24	6,83
Redukuj	-9,74	5,13
Sprzedaj	-14,29	9,60

Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 1
Rozpiętość potencjałów wzrostu w poszczególnych grupach rekomendacji (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Obserwowane wartości potencjałów stóp zwrotu względem rodzaju rekomendacji dodatkowo są przedstawione na rysunku 1.

W większości rekomendacji treść zalecenia była zbieżna z potencjałem wzrostu ceny pod kątem generowanego sygnału dla inwestorów, lecz w pewnej grupie raportów zależność ta jest zachwiana. Ponadto w grupie zaleceń neutralnych większość z nich jest uzasadniona liczbowo w kontekście ceny docelowej, gdyż jej odchylenie standardowe wynosi 6,83%, co stanowi zbieżność z odchyleniem standardowym WIG20 w analizowanym okresie, które wyniosło 6,38%.

Warto podkreślić, iż rekomendacji neutralnych było bardzo wiele w stosunku do całości analizowanej próby. W dużej ich części cena docelowa szacowana przez analityka nie różni się znacznie od kursu w dniu wydania raportu, więc ten typ zalecenia jest zasadny, lecz istnieje grupa raportów o bardzo dużym rozrzucie tego potencjału, które mimo wszystko nie zostały przypisane do innych grup, jak wskazywałyby na to wycena. Autorzy sądzą, iż za taką sytuację są odpowiedzialne inne raporty dotyczące danych spółek, które ukazały się w podobnym czasie, wskazujące bardzo niejednoznacznie kierunek zmian ceny, bądź rozbieżnie względem siebie. Prawdopodobne jest, iż analitycy sporządzający wyceny obawiają się dyskomfortu związanego z wystawieniem rekomendacji mocno odbiegającej od pozostałych, gdyby okazało się, że ich ocena była błędna. Dlatego też, pomimo sporządzonej wyceny, zdecydowali się ostatecznie zniekształcić treść swoich zaleceń, zbliżając ją do pozostałych. W podobny sposób można wyjaśnić dywergencje w innych podgrupach raportów, w których potencjał wzrostu jest niejednoznaczny w stosunku do wystawionej rekomendacji.

Kolejnym elementem analiz była ocena struktury rekomendacji w kontekście sytuacji gospodarczej Polski w badanym przedziale czasowym. Warunki makroekonomiczne istniejące w tym czasie w Polsce zostały określone na podstawie kilku wybranych wskaźników (tempo wzrostu PKB, stopa bezrobocia, inflacja, dynamika produkcji przemysłowej). Na ich podstawie łatwo zauważyć, że lata 2007–2008 stanowiły bardzo trudny czas dla gospodarki polskiej. Obserwujemy w tym okresie spadek dynamiki PKB, załamanie produkcji przemysłowej oraz niekorzystne wskaźniki klimatu gospodarczego oraz nastrojów konsumentów. Skomplikowana sytuacja gospodarcza w całej Europie bardzo negatywnie wpływała na klimat inwestycyjny. W myśl zaproponowanych miar, koniec 2008 r. stanowił tzw. ubijanie dna, po którym obserwowaliśmy małe ożywienie, które jednak szybko przerodziło się w długotrwały trend horyzontalny całej gospodarki. Niepewność polityczna i gospodarcza nie stwarzała dobrych warunków dla rozwoju i napływu kapitału. Autorzy są zdania, że w tym czasie ogólne warunki gospodarcze nie sprzyjały hossie. Jednak pomimo wszechobecnych, negatywnych sygnałów makroekonomicznych, wiele rekomendacji giełdowych w tym czasie wskazywało na wzrosty. Optymizm, silnie zakorzeniony w ocenie sytuacji ekonomicznej oraz niechęć do wystawiania negatywnych rekomendacji powoduje, iż mimo słabych danych rynkowych 561 z uwzględnionych w próbie 786 rekomendacji wskazuje na spodziewany wzrost wartości analizowanych akcji. Stanowi to ponad 71% badanej zbiorowości. Należy dodać, że przy założeniu miesięcznego horyzontu inwestycji w tej grupie jedynie 255 rekomendacji okazało się trafnych.

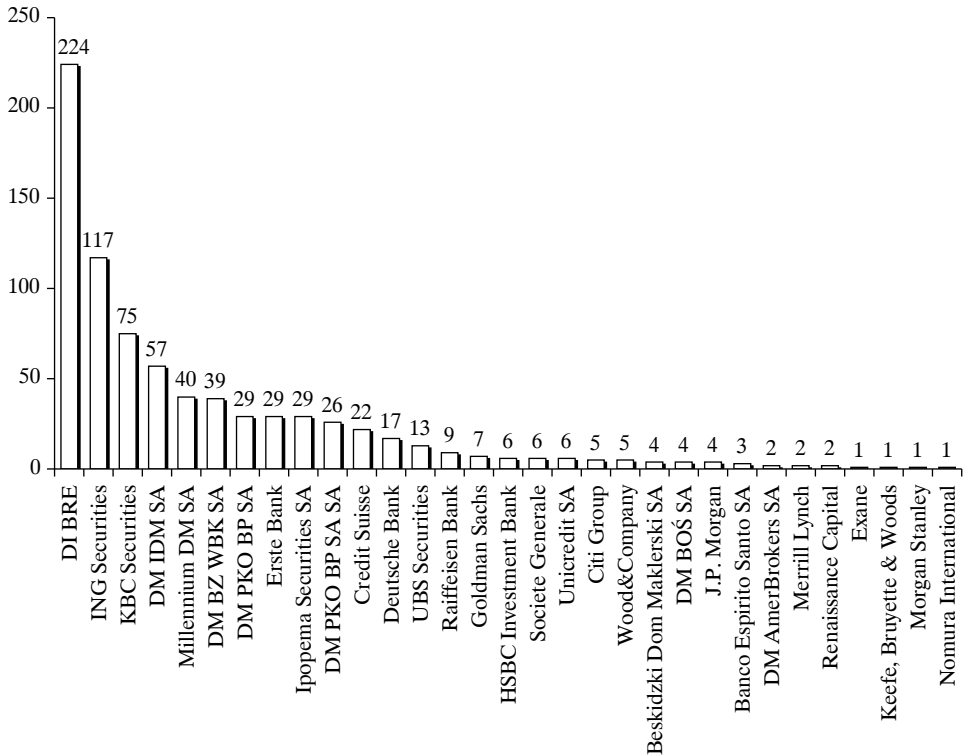
Niechęć do negatywnych ocen ujawnia się także przy analizie progów granicznych potencjałów wzrostu dla badanych rekomendacji. Warto zauważyć, że odnotowane minimum przewidywanych spadków wynosi $-58,33\%$, a maksimum wzrostów to aż $133,39\%$, czyli ponad dwukrotnie więcej. Potwierdzeniem silnych pozytywnych trendów w ocenach są również mediany i odchylenia standardowe w podgrupach „kupuj” i „sprzedaj”. Mediana potencjałów wzrostu dla negatywnych rekomendacji jest bliższa 0, w porównaniu z tą w podgrupie „kupuj”. W zestawieniu z samą liczbą negatywnych i pozytywnych rekomendacji oraz umiejscawiając badaną próbę w faktycznych warunkach gospodarczych, hipoteza o nadmiernym optymizmie wykazywanym przez maklerów wydaje się potwierdzona.

Kolejną intrygującą kwestią jest siła sygnałów pochodzących z publikowanych raportów. Będziemy ją postrzegać poprzez wielkość różnicy pomiędzy ceną docelową a ceną w dniu wydania raportu. Celem takiego podejścia jest próba weryfikacji hipotezy o niechęci do wystawiania silnych rekomendacji. Analitycy unikają odważnego oceniania spółek. Starają się nie publikować raportów dających jednoznaczne, silne sygnały mówiące o zmianie ceny na poziomie kilkudziesięciu procent. Tendencja ta, z oczywistych względów, najbardziej jest widoczna w warunkach dużej niepewności. Przy wyznaczeniu w raporcie dużego potencjału zmiany ceny analitycy osłabiają jego siłę poprzez umieszczenie go w grupie „akumuluj” bądź „redukuj”, podczas gdy potencjał zmiany ceny wskazuje na teoretyczną przynależność do grup „kupuj” czy „sprzedaj”. Ciekawym dowodem na występowanie efektu zakotwiczenia ocen maklerów do innych rekomendacji jest fakt, iż publikacja raportów jest bardzo charakterystyczna pod względem czasu. Mimo relatywnie dużej liczby analiz, ukazują się one partiami, zazwyczaj skoncentrowanymi wokół daty publikacji raportu przez dużą i poważaną instytucję finansową. Po ukazaniu się rekomendacji dużego domu maklerskiego w niedługim czasie pojawiają się inne, często pokrewne.

Największą liczbę analiz i raportów dla spółek z analizowanej próby wykonują trzy instytucje: DI BRE, ING Securities oraz KBC Securities. Ich raporty w największym

Rysunek 2

Liczba rekomendacji wystawianych przez poszczególne domy maklerskie



Źródło: opracowanie własne.

stopniu wywołują pojawianie się opracowań innych domów maklerskich. Liczbę rekomendacji w badanej próbie pochodzących z poszczególnych instytucji pokazuje rysunek 2.

Warto zauważyć, że zmiany w sile sygnałów wydają się być słabnące z roku na rok w okresie badania. Domy maklerskie wystawiają rekomendacje o coraz bardziej rozmytych sygnałach sprzedaży i redukcji przy jednoczesnym spadkowym trendzie w grupie raportów „kupuj”. Ponadto raporty kupna mają tendencję do przekształcania się w „akumuluj”, co jest oznaką dużej ostrożności analityków, gdyż z czasem szacowane przez nich stopy wzrostu w tej grupie rekomendacji poszerzają swój zakres. Znaczyłoby to, że bezpośrednio wskazania dla poszczególnych spółek świadczą o ich rosnącym potencjale, lecz klimat gospodarczy nie sprzyja wystawianiu rekomendacji kupna.

Dużą częstotliwością ukazywania się oraz stabilnością w tendencjach wykazują się rekomendacje neutralne, które jednak nie przynoszą znaczących sygnałów dla rynku. Warto zwrócić uwagę na fakt, iż istnieją wyraźne okresy zwiększonego występowania danych grup rekomendacji. Tak więc analizy o charakterze neutralnym występują w zwiększonej ilości praktycznie w całym 2010 r. oraz od początku 2012 r. Ciekawa natomiast jest bardzo mała liczba rekomendacji sprzedaży i redukcji w 2011 r., w którym wiele danych makroekonomicznych wskazywało na wyhamowanie odbicia gospodarki i przejście w fazę stagnacji. Nietrudno też dostrzec, że rekomendacje kupna pojawiają się relatywnie systematycznie w całym okresie objętym tym badaniem, co również dowodzi silnego zakorzenienia optymizmu u analityków giełdowych.

Podsumowanie i wnioski

Przeprowadzone analizy dokonane na próbie badawczej składającej się z raportów rekomendacyjnych dla spółek należących do indeksu WIG20 potwierdziły postawioną przez autorów hipotezę o występowaniu w procesie tworzenia tych raportów efektów behawioralnych w postaci efektu nadmiernego optymizmu oraz zakotwiczenia. Niniejsze rozważania pokazują, jak niejednoznaczność procedur oraz metod wykonywania wycen spółek giełdowych powodują subiektywizm ocen oraz prowadzą do występowania efektów heurystycznych. Autorzy są zdania, iż struktura rekomendacji, ich budowa oraz specyfika dat publikacji wskazuje na to, że analitycy w swoich osądach starają się zachować względny konformizm, unikając ocen przeciwnych do tych, które ukazywały się i dotyczyły tych samych papierów wartościowych. Ponadto zakotwiczenie do ocen zawartych w innych raportach powoduje występowanie anomalii rekomendacyjnych, czego przykładem są np. rekomendacje neutralne z potencjałem wzrostu na poziomie 35%. Istnienie tych efektów znacząco utrudnia obiektywną interpretację ostatecznych wyników analiz przeprowadzonych w toku tworzenia rekomendacji. Wynikiem tego jest potrzeba dokładnego przesłедzenia całego procesu analitycznego, włącznie z przyjętymi założeniami, co może sprowadzać się praktycznie do samodzielnego wykonania wyceny spółki.

Wykonane badanie miało również na celu wskazanie interesującego kierunku badań oraz zwrócenie uwagi na problem heurystyk zniekształcających procesy analityczne oraz subiektywizmu ocen rynków kapitałowych, a także jego przyczyn powstających na gruncie psychologii, które to autorzy tekstu planują zgłębiać w kolejnych publikacjach.

Tekst wpłynął: 14 czerwca 2013 r.
(wersja poprawiona: 28 września 2015 r.)

Bibliografia

- Aitken M., Muthuswamy J., Wong K., *The Impact of Brokers' Recommendations: Australian Evidence*, „Pacific Basin Journal of Finance” 2000, nr 4(1).
- Azzi S., Bird R., Ghiringhelli P., Rossi E., *Biases and Information in Analysts' recommendations: The European Experience*, „Journal of Asset Management” 2005, nr 6(5).
- Barber B., Lehavy R., Mc Muareen N., Tueman B., *Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns*, „Journal of Finance” 2001, nr 56.
- Barber B., Lehavy R., Trueman B., Mc Nichols M., *Prophets and Losses: Reassessing the Returns to Analysts' Stock Recommendations*, Stanford University Research Papers, nr 1692, 2001.
- Chang Y., Chan Ch., *Financial Analysts' Stock Recommendation Revisions and Stock Price Changes*, „Applied Financial Economics” 2008, nr 18.
- Clarke J., Ferris S., Jayaraman N., Lee J., *When are Analyst Recommendation Changes Influential?*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2006, nr 41(1).
- Cowles A., *Can Stock Market Forecasters Forecast?*, „Econometrica” 1933, nr 1.
- Fang L., Ayako Y., *Are Stars' Opinions Worth More? The Relation Between Analyst Reputation and Recommendation Values*, Wharton School Working Paper, 2005.
- Ho M., Harris, R., *Brokerage Analysts' Rationale for Investment Recommendations: Market Responses to Different Types of Information*, „Journal of Financial Research” 2000, nr 23(4).
- Jaffe J.F., Mahoney J.M., *The Performance of Investment Newsletters*, „Journal of Financial Economics” 1999, nr 53(2).
- Juergens J., *How Do Stock Markets Process Analysts' Recommendations?* Arizona State University Finance Department Working Paper, 1999.

- Liu P., Smith S.D., Syed A.A., *Stock Price Reactions to the Wall Street Journal's Securities Recommendations*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1990, nr 25(3).
- Loh R., Stulz R., *When Are Analyst Recommendation Changes Influential?*, „Oxford Journals” nr 24(2).
- Stickel S., *The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations*, „Financial Analysts Journal” 1995, nr 51(5).
- Walker M., Hatfield B., *Professional Stock Analysts' Recommendations: Implications for Individual Investors*, „Financial Services Review” 1996, nr 5(1).

REKOMENDACJE INWESTYCYJNE A REALIA GOSPODARCZE: NADMIERNY OPTYMIZM WŚRÓD ANALITYKÓW GIEŁDOWYCH

Streszczenie

Autorzy twierdzą, że wiele raportów analitycznych publikowanych przez domy maklerskie, oceniających kursy akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, daje zbyt optymistyczne oceny przewidywanych zmian ich notowań, nie w pełni uzasadnione analizą zmiennych fundamentalnych odzwierciedlających rzeczywistą sytuację tych przedsiębiorstw i ich pozycję rynkową oraz ogólną sytuację gospodarczą. Niezależnie od subiektywizmu tych ocen i ogólnej tendencji do nadmiernego optymizmu, występuje także efekt zakotwiczenia polegający na tym, że wielu analityków giełdowych stara się dostosować swoje oceny do ocen zawartych w już opublikowanych raportach innych renomowanych domów maklerskich. Takie zachowania, wpływające na oceny i prognozy kursów sporządzane przez analityków giełdowych, a zwłaszcza ich nadmierny optymizm, ograniczają wartość informacyjną podawanych przez nich rekomendacji inwestycyjnych. Powyższe wnioski zostały poparte wynikami analizy raportów giełdowych opublikowanych w okresie od 2009 r. do 2012 r., a dotyczących kursów akcji 20 największych spółek notowanych na GPW.

Słowa kluczowe: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, raporty analityczne, rekomendacje inwestycyjne

INVESTMENT RECOMMENDATIONS AND ECONOMIC REALITY: THE OVER-OPTIMISM AMONG STOCK MARKET ANALYSTS

Summary

The authors argue that many analytical reports published by brokerage houses, assessing the quotations of the companies registered at Warsaw Stock Exchange, tend to give too optimistic assessments of their future prices, not fully justified by fundamental variables reflecting the actual situation of those enterprises, their market prospects, and macroeconomic environment. Apart from subjectivism seen in those assessments and the general tendency to over-optimism, there is also an anchoring effect in the sense that many stock market analyses tend to conform with the assessments presented in other reports published earlier by some reputable brokerage houses. Such behavioural effects influencing the assessments and forecasts made by market analysts, notably their over-optimism, diminish the true informative value of investment recommendations included in stock market reports. The above conclusions are supported by the results of the examination of stock market reports published by major brokerage houses in the period between 2009 and 2012, which included recommendations concerning the share prices of 20 major corporations noted at WSE.

Key words: Warsaw Stock Exchange, analytical reports, investment recommendations

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ РЕАЛИИ: ЧРЕЗМЕРНЫЙ ОПТИМИЗМ БИРЖЕВЫХ АНАЛИТИКОВ

Резюме

Авторы утверждают, что многие аналитические отчеты брокерских компаний, содержащих оценку курсов акций биржевых обществ, котирующихся на Бирже ценных бумаг в Варшаве, дают слишком оптимистичные оценки предполагаемых изменений их котировок. Эти оценки кажутся не вполне обоснованными в свете анализа фундаментальных переменных, отражающих действительную ситуацию этих предприятий и их рыночную позицию, а также общее экономическое положение. Независимо от субъективизма этих оценок и общей тенденции к чрезмерному оптимизму, наблюдается также эффект подключения, состоящий в том, что многие биржевые аналитики стараются подтянуть свои оценки к оценкам, содержащимся в уже опубликованных отчетах других авторитетных брокерских домов. Такое поведение, влияющее на оценки и прогнозы курсов, составленных биржевыми аналитиками и особенно их чрезмерный оптимизм, ограничивают информационную ценность даваемых ими инвестиционных рекомендаций. Вышеприведенные выводы были подкреплены результатами анализа биржевых отчетов, опубликованных в период с 2009 по 2012 гг. и касающихся курсов акций 20-ти крупнейших обществ, чьи акции котируются на Бирже ценных бумаг.

Ключевые слова: Биржа ценных бумаг в Варшаве, аналитические отчеты, инвестиционные рекомендации