

Jakub Keller

Rekomendacje giełdowe a ceny akcji



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

Rekomendacje giełdowe a ceny akcji



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Jakub Keller

Rekomendacje giełdowe a ceny akcji

Jakub Keller – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Finansów Korporacji, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 39

RECENZENT
Krzysztof Borowski

REDAKTOR INICJUJĄCY
Beata Koźniewska

REDAKCJA JĘZYKOWA I TECHNICZNA
Monika Wolska-Bryl

SKŁAD I ŁAMANIE
Monika Wolska-Bryl

KOREKTA TECHNICZNA
Anna Sońta

PROJEKT OKŁADKI
Agencja Reklamowa efectoro.pl

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/Rawpixel

Wydrukowano z gotowych materiałów dostarczonych do Wydawnictwa UŁ

© Copyright by Jakub Keller, Łódź 2020
© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2020

Publikacja jest udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND)

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.09551.19.0.M

Ark. druk. 11,75

ISBN 978-83-8142-968-9
e-ISBN 978-83-8142-969-6

<https://doi.org/10.18778/8142-968-9>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1	
Rekomendacja jako produkt domu maklerskiego	13
1.1. Główne akty prawne dotyczące obrotu giełdowego	14
1.2. Rola Komisji Nadzoru Finansowego	22
1.3. Działalność domów maklerskich	29
1.4. Dom maklerski instytucją zaufania – etyka maklerska	36
1.5. Rekomendacja giełdowa jako produkt domu maklerskiego	40
1.6. Zawartość rekomendacji giełdowych oraz metody wycen w nich wykorzystywane	49
1.7. Podsumowanie	67
Rozdział 2	
Skuteczność rekomendacji maklerskich w świetle dotychczasowych badań naukowych	71
2.1. Wyniki badań potwierdzających użyteczność rekomendacji maklerskich na rynkach światowych	72
2.2. Wyniki badań negujących użyteczność rekomendacji maklerskich na rynkach światowych	85
2.3. Funkcjonowanie i użyteczność rekomendacji na polskim rynku kapitałowym	94
2.4. Metody i narzędzia wykorzystywane w ocenie użyteczności rekomendacji giełdowych	99
2.5. Podsumowanie	111
Rozdział 3	
Wpływ publikacji rekomendacji na notowania akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	113
3.1. Cele i hipotezy	114
3.2. Metodyka i zakres badania	117
3.2.1. Zakres przedmiotowy	117
3.2.2. Zakres czasowy	119
3.2.3. Metodyka badania	120

6 Spis treści

3.3. Struktura badanych rekomendacji giełdowych	134
3.4. Weryfikacja oddziaływania rekomendacji na notowania giełdowe akcji	147
3.5. Determinanty poprawności reakcji rynku na rekomendacje	155
3.6. Podsumowanie	164
 Zakończenie	 167
Bibliografia	177
Spis tabel, rysunków i wykresów	187

Wstęp

Rynek kapitałowy jest nierozłącznym elementem związanym z rozwiniętą gospodarką wolnorynkową. Stanowi on miejsce wymiany dóbr kapitałowych, otwarte na bardzo szeroką grupę przedsiębiorców i inwestorów. W Polsce rynek kapitałowy, funkcjonujący w swojej najnowszej odsłonie, istnieje stosunkowo niedługo. Ze względu na miniony ustrój gospodarczy, zdominowany przez własność państwową oraz centralne planowanie gospodarcze, jego istnienie było nieuzasadnione, a z punktu widzenia władzy wręcz niepożądane. Po roku 1990 i dynamicznej zmianie w Polsce dotyczącej pojmowania własności oraz gospodarowania nią, rynek kapitałowy zyskał silną pozycję w polskiej gospodarce. Dynamika jego zmian, jaką obserwujemy w ostatnich latach, wskazuje, iż jest to jeden z najszybciej rozwijających się rynków giełdowych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, z bardzo dobrymi perspektywami na kolejne lata.

Ze względu na internetową rewolucję i galopujący rozwój technologii mobilnych, dostęp do tego rynku ma coraz większa grupa inwestorów. Także dzięki rozwojowi inżynierii finansowej oraz powstawaniu nowych produktów i rozwiązań systemowych, rynek ten nie jest już kojarzony tylko i wyłącznie z elitą finansową, lecz tworzy coraz szerszą ofertę dla drobnych inwestorów. Z pewnością proces ten jest wspomagany również przez instytucje pośredniczące i obsługujące obrót giełdowy, jakimi są domy maklerskie, które proponują coraz lepsze rozwiązania dla indywidualnych inwestorów poprzez prowadzenie działalności edukacyjnej, aktywną politykę kosztową wobec klientów oraz proponowanie coraz lepszych i prostszych aplikacji umożliwiających szybki i łatwy dostęp do rynku za pośrednictwem Internetu. Należy podkreślić, że w dużej mierze działania poszerzające dostęp do tego rodzaju inwestycji są zjawiskiem dobrym i pożądanym w nowoczesnej gospodarce, jednak mogą stanowić również pewne zagrożenia z punktu widzenia tego rynku.

Pomimo że zazwyczaj przy zakładaniu rachunku maklerskiego pojawiają się pytania ogólne, dotyczące wykształcenia i doświadczenia rynkowego, nie mają one na celu ustalenia możliwości założenia rachunku brokerskiego, lecz

co najwyżej służą do celów statystycznych i dla potrzeb negocjacji kosztów rozliczeń transakcyjnych klienta. Według danych Komisji Nadzoru Finansowego, na rynkach finansowych, a szczególnie na rynku Forex, 4 na 5 inwestorów traci zainwestowane pieniądze¹. Tak negatywna tendencja wynika oczywiście z bardzo wielu czynników, ale głównymi, które należałoby tu podkreślić, są: brak wiedzy, duża dynamika rynku oraz ilość paradygmatów na nim funkcjonujących, a także ilość informacji, które docierają do inwestorów².

Duża ilość danych i krótki czas na ich analizę powoduje wiele trudności z odizolowaniem istotnych danych od szumu informacyjnego, co prowadzi do podejmowania decyzji pod wpływem niewłaściwych impulsów oraz zniekształcanych heurystycznie. Ze względu na to, iż rynek kapitałowy jest środowiskiem bardzo dynamicznym i wymagającym od inwestorów szerokiej wiedzy oraz umiejętności kontroli przepływu istotnych informacji, w naturalny sposób pojawia się potrzeba tworzenia narzędzi wsparcia procesów inwestycyjnych, które poprawiłyby dostępność inwestycji giełdowych dla osób niekoniecznie będących specjalistami z zakresu ekonomii i finansów. Niewątpliwie takim narzędziem są wyceny specjalistyczne w postaci rekomendacji maklerskich. Są to raporty wykonywane przez specjalistyczne instytucje, posiadające odpowiednie zaplecze kadrowe oraz dostęp do stosownych danych, co umożliwia wykonywanie raportów na poziomie często zupełnie niedostępnym dla inwestorów indywidualnych, a nawet części instytucjonalnych. Ponadto opracowania te są tworzone według odpowiednich wytycznych ustawowych oraz standardów zawodowych.

Rekomendacje nie są jednak pozbawione wad, a ich skuteczność i siła oddziaływania na rynek są obiektami badań naukowych na całym świecie. Rola rekomendacji na rynku kapitałowym pozostaje kwestią otwartą, wpisującą się w szeroki zakres badań dotyczących efektywności rynków oraz strategii inwestycyjnych.

Efektywność informacyjna rynku jest zagadnieniem bardzo pojemnym i szerokim, a jego analiza w nowoczesnej gospodarce wymagałaby uwzględnienia setek zmiennych pod kątem ich wpływu na rynek. W niniejszej pracy skoncentrowano się na części tego zagadnienia, a dokładnie na dyskontowaniu przez rynek informacji pochodzących z rekomendacji maklerskich. Rozważania na ten temat należałoby zacząć od stwierdzenia, że dane dochodzące do inwestorów na rynku mogą mieć różny charakter i punkt odniesienia, dając informacje

1 Komunikat w sprawie wyników osiąganych przez inwestorów na rynku forex z 2 lipca 2013 r. Patrz: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/KNF_forex_2_07_2013.pdf [dostęp: 6.10.2017].

2 Patrz przykładowo badania: D. Zarzecki, T. Matecki, *Rekomendacje biur maklerskich – próba analizy*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006, s. 261–276.

o charakterze makroekonomicznym, politycznym, czy też dotyczące bezpośrednio podmiotu giełdowego.

Z punktu widzenia autora, rekomendacja domu maklerskiego stanowi bardzo specyficzną informację dla inwestora, ponieważ jest ona pewnego rodzaju kompilacją wielu czynników i danych pochodzących z wszystkich wymienionych grup. Rekomendacja giełdowa zazwyczaj tworzona jest z wykorzystaniem analizy fundamentalnej, której założeniem jest wycena z uwzględnieniem sytuacji przedsiębiorstwa na wielu płaszczyznach, od globalnej, aż do sytuacji wewnątrz samej firmy. Oznacza to, że efekt końcowy pokazujący pewną predykcję analityka co do przyszłości przedsiębiorstwa, powinien być oparty na szerokim zakresie informacji, przetworzonych i skompensowanych w bardzo lakoniczny komunikat typu „kup”/„sprzedaj”. Tego typu informacja stanowi bardzo jasny sygnał dla odbiorcy raportu i w połączeniu z prestiżem instytucji domu maklerskiego, jako wyspecjalizowanego podmiotu w zakresie obrotu giełdowego, może stanowić silną przesłankę do wykonania inwestycji zgodnej z jego zaleceniem. Ustawodawca, zauważając potencjalną wagę rynkową takich raportów, usankcjonował możliwość ich tworzenia, dając ją jedynie licencjonowanym podmiotom, co zdaniem autora zwiększa ich możliwości oddziaływania na rynek.

Należy się jednak zastanowić, czy analitycy zawsze są precyzyjni w swoich ocenach w zakresie tworzenia rekomendacji i czy przedstawiane przez nich informacje są faktycznie dyskontowane przez inwestorów w ich inwestycjach. Zdaniem autora pojemność informacyjna rekomendacji, prestiż domów maklerskich oraz stałe poszukiwanie przez inwestorów przesłanek do dokonywania inwestycji są czynnikami, które mogą różnicować zakres oddziaływania rekomendacji na rynek i stanowią podstawę do podjęcia oceny faktycznego wpływu takich raportów na polski rynek giełdowy. Ze względu na mechanizmy nim rządzące, skupiające się głównie wokół gry popytu i podaży, efekty wpływu pojawienia się rekomendacji maklerskich powinny być zauważalne i odzwierciedlone w ruchach cen akcji, które można powiązać z publikacją tychże raportów.

Wpływ rekomendacji na notowania giełdowe jest tematem badanym już od lat 70. XX wieku. Jedną z pierwszych prac na ten temat opublikowali Davies i Canes³, udowadniając oddziaływanie upublicznienia rekomendacji na zmiany cen giełdowych. Ich praca zainspirowała powstanie wielu kolejnych opracowań, weryfikujących omawiane zjawisko na różnych rynkach światowych, w których autorzy posługiwali się różnymi metodami badawczymi i opierali swoje badania na próbach o różnym charakterze i zakresie. Warto tu przytoczyć pracę Stickela⁴, który jako jeden z pierwszych zbadał wpływ rekomendacji na stosunkowo

3 P. Davies, M. Canes, *Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information*, „The Journal of Business” 1978, vol. 51, no. 1, s. 43–56.

4 S. Stickel, *The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations*, „Financial Analysts Journal” 1995, vol. 51, no. 5, s. 25–39.

dużej próbie badawczej i sformułował wnioski w zakresie zarówno oddziaływania raportów na rynek, jak i ich struktury. Walker i Hatfield⁵ zaprezentowali zbliżone analizy, lecz w przeciwieństwie do Stickela, w swoich badaniach nie posługiwali się analizą zdarzeń, lecz weryfikowaniem skuteczności rekomendacji przez pryzmat portfeli inwestycyjnych konstruowanych w oparciu o publikowane wyceny. Jednak mimo odmiennego podejścia metodycznego uzyskali oni zbieżne wnioski, wskazujące na zasadność wykorzystywania rekomendacji w konstruowaniu strategii inwestycyjnych. Na gruncie polskim istotne badania w omawianym zakresie przeprowadził Gurgul⁶, który podjął jedną z pierwszych prób analizy krótkookresowej oddziaływania rekomendacji na ceny na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jego badania wskazały, że polski rynek giełdowy stwarza możliwość uzyskiwania ponadprzeciętnych stóp zwrotu związanych z ukazywaniem się rekomendacji giełdowych. Pozytywne oddziaływanie rekomendacji wykazali również Mielcarz i Podgórski⁷. W swojej pracy wskazali, że rekomendacje pozytywne pozwalają uzyskać ponadprzeciętne stopy zwrotu w średniej wysokości 0,79%, zaś negatywne średnio 0,38%. Najnowsze prace, ujęte w formie monografii, to rozbudowane analizy wykonane przez Prusaka⁸ oraz Mielcarza⁹. Obie prace prezentują interesujące przemyślenia na temat funkcjonowania rekomendacji na polskim rynku, przy czym Mielcarz koncentruje się na określeniu krótkoterminowego wpływu wycen maklerów na zmiany cen akcji, natomiast Prusak swoje analizy skupia na ocenie trafności i skuteczności rekomendacji w nieco dłuższej perspektywie (6, 9, 12 miesięcy). Wszystkie powyższe badania wnoszą istotny wkład w rozwój wiedzy na temat funkcjonowania rekomendacji giełdowych na polskim rynku akcji, jednakże ze względu na wysoki stopień szczegółowości wstępnej preselekcji badanych raportów, są one wykonywane na stosunkowo wąskich próbach czasowych lub przekrojowych. Warto również zaznaczyć, iż przedstawione badania zawierają elementy analizy czynników wpływających na siłę oddziaływania rekomendacji na notowania giełdowe, które zostały rozwinięte w niniejszej pracy.

Głównym celem, który postawił sobie autor, jest weryfikacja wpływu publikacji raportów analitycznych wykonywanych przez domy maklerskie, na notowania akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jednym z dodatkowych

5 M. Walker, G. Hatfield, *Professional Stock Analysts' Recommendations: Implications for individual investors*, „Financial Services Review” 1996, vol. 5, no. 1, s. 13–29.

6 H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny Papierów Wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 1–231.

7 P. Mielcarz, B. Podgórski, *Wpływ negatywnych i neutralnych rekomendacji na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu na GPW w latach 2005–2006*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2008, nr 7, s. 533–543.

8 B. Prusak, *Wielokryterialna analiza rekomendacji giełdowych*, CeDeWu, Warszawa 2015.

9 P. Mielcarz, *Krótkookresowy wpływ rekomendacji na rynek giełdowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016.

celów jest zweryfikowanie wniosków wynikających z dotychczas przeprowadzonych badań zarówno dla rynku polskiego, jak i innych giełd światowych. Badanie zostało przeprowadzone na relatywnie dużej próbie badawczej, zawierającej blisko 12 000 obserwacji z lat 2005–2016. Oznacza to więc podjęcie badań na próbie szerszej niż wcześniejsze prace dotyczące rynku polskiego. Wartość dodana prezentowanych analiz jest również związana z wnioskowaniem odnoszącym się do zmiennych częściowo weryfikowanych we wcześniejszych badaniach, ale również prezentujących inne czynniki determinujące sposób postrzegania rekomendacji na potrzeby dokonywania decyzji inwestycyjnych. Prezentowane badanie wykorzystuje narzędzia opisane i ugruntowane w literaturze światowej. Jednakże w zakresie badania determinant skuteczności wpływu rekomendacji na notowania, wykorzystano badanie prawdopodobieństwa oparte na modelu logitowym, który mimo wykorzystywania w badaniach nad rekomendacjami u innych autorów, często stosowany jest w nieco innym kontekście i odnosi się do różnych, szerszych aspektów badanego zjawiska.

Rozdział 1

Rekomendacja jako produkt domu maklerskiego

Rozdział pierwszy skupia się na zaprezentowaniu rekomendacji giełdowych zarówno pod kątem tworzących je domów maklerskich, ich zawartości oraz zasad i przepisów regulujących ich funkcjonowanie. Jego celem jest określenie roli omawianego produktu, zasad przyświecających jego tworzeniu, zarówno z punktu widzenia prawa, etyki, jak i konstrukcji oraz zawartości. W pierwszej kolejności jednak zaprezentowano regulacje prawne dotyczące funkcjonowania systemu, rynku oraz omawianego produktu domu maklerskiego, którym jest rekomendacja giełdowa. Ważnym elementem, który również wyeksponowano w niniejszym rozdziale jest rola Komisji Nadzoru Finansowego w nadzorowaniu rynku kapitałowego – szczególnie domów maklerskich. Opisano także najczęściej pojawiające się naruszenia związane z nieprawidłowym wykorzystaniem informacji przez te instytucje. W dalszej części rozdziału zaprezentowano szczegółowy charakter działalności domów maklerskich zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi, jak również zaprezentowano zasady etyki zawodowej maklerów i doradców inwestycyjnych. Powodem przedstawienia tych zasad jest fakt, iż z punktu widzenia celu utworzenia rekomendacji giełdowych przez osoby pracujące w tych profesjach, stają się one osobami zaufania publicznego. Dostrzega to również ustawodawca, określając zakres, zawartość oraz zasady tworzenia i odpowiedzialności za stworzone raporty analityczne. Zaprezentowane w rozdziale zasady ustawowe i etyczne dotyczące funkcjonowania maklerów i doradców inwestycyjnych pozwalają lepiej zrozumieć rolę maklera w procesie tworzenia i dystrybuowania wycen spółek. Rozdział ujmuje również aspekty związane z zawartością rekomendacji giełdowych, zarówno pod kątem formalnym, jak i metodycznym. Zaprezentowano sposób realizacji wymogów ustawowych odnośnie zawartości wycen wykonywanych przez domy maklerskie, jak również dokonano przeglądu sposobów wyceny przedsiębiorstwa na potrzeby rekomendacji.

1.1. Główne akty prawne dotyczące obrotu giełdowego

Historia Giełdy Papierów Wartościowych, w swojej najnowszej odsłonie, którą znamy aż do dziś, rozpoczyna się w roku 1991, choć jej podwaliny zostały podłożone już w październiku 1990 r., kiedy to Polska podpisała umowę o współpracy z Francją, która dążyła do uruchomienia giełdy papierów wartościowych w Warszawie. Akt założycielski spółki akcyjnej GPW S.A. został podpisany 12 kwietnia 1991 r. i już 4 dni później odbyła się pierwsza sesja giełdowa na warszawskim parkiecie. Od tego czasu rozwój rynku kapitałowego w Polsce, a także poszerzanie jego oferty, zwiększanie ilości uczestników, poprawa kontroli oraz bezpieczeństwa, a także procesy globalizacyjne determinowały liczne zmiany w prawie regulującym funkcjonowanie giełdy w Polsce¹. Możemy wskazać na 10 podstawowych ustaw regulujących bezpośrednio obrót na warszawskiej giełdzie²:

- 1) Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym,
- 2) Ustawa z dnia 12 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz niektórych innych ustaw,
- 3) Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym,
- 4) Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- 5) Ustawa z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw,
- 6) Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- 7) Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi,
- 8) Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach,
- 9) Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych,
- 10) Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych.

Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym przede wszystkim określa organizację, zakres oraz cel sprawowania nadzoru nad rynkiem finansowym. Precyzuje ona, że dozór ten dotyczy sektora bankowego, definiowanego zgodnie z przepisami Ustawy z 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. 2002, nr 72, poz. 665, z późn. zm.), sektora emerytalnego, określonego w Ustawie z 28 sierpnia 1997 r. (Dz.U. 2004, nr 159, poz. 1667, z późn. zm.), sektora ubezpieczeniowego, określonego w Ustawie z 22 maja 2003 r. (Dz.U. 2003, nr 124, poz. 1151, z późn. zm.)

1 <https://www.gpw.pl/historia> [dostęp: 12.02.2017] oraz https://www.gpw.pl/wazne_daty [dostęp: 12.02.2017].

2 https://www.knf.gov.pl/regulacje/regulacje_prawne/Akty_prawne/index.html [dostęp: 12.02.2017].

oraz rynku kapitałowego, którego zakres reguluje Ustawa z 29 lipca 2005 r. (Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538 oraz 2006, nr 104, poz. 708)³. Ponadto ustawa nakreśla cel nadzoru nad rynkami finansowymi, który określa jako zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności oraz bezpieczeństwa, jak również przejrzystość i budowę zaufania do rynku finansowego oraz zapewnienie ochrony interesów uczestników rynku⁴. W rozdziale drugim niniejszego aktu prawnego szczegółowo określono zasady powoływania oraz działania Komisji Nadzoru Finansowego. Kluczowym jest określenie kompetencji kontrolnych i interwencyjnych Komisji oraz jej odpowiedzialność i obowiązki sprawozdawcze⁵.

Uzupełnienie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym stanowi Ustawa z 12 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2015, poz. 1260). W pierwszej części ustawy zmodyfikowano zapisy dotyczące finansowania i wydatkowania środków przez KNF⁶. Ponadto ustawa zmienia zapisy dotyczące prawa bankowego w zakresie udzielania informacji właściwym władzom nadzorczym w celu usprawniania procedur nadzorczych, a także doprecyzowuje kwestie związane ze składkami przeznaczonymi na finansowanie KNF⁷. Nowe zapisy dostosowawcze dotyczą również ustawy o giełdach towarowych i precyzują zapisy odnoszące się do składek przeznaczanych przez te giełdy na rzecz KNF. W podobnym zakresie modyfikowana jest ustawa o nadzorze ubezpieczeniowym i emerytalnym, czy też ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁸.

Ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym jest, w przeciwieństwie do ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, zbiorem przepisów precyzyjnie kierowanych do rynków kapitałowych w Polsce. Przede wszystkim ma na celu określenie organizacji oraz trybu wykonywania nadzoru nad rynkiem kapitałowym, odnosząc się przy tym do innych ustaw szczegółowych, regulujących instytucje oraz obrót papierami wartościowymi przynależnymi do tego rynku⁹. Ustawa określa również Komisję Nadzoru Finansowego jako organ nadzoru nad rynkiem, ustalając jednocześnie zakres współpracy KNF z ministrem do spraw finansów publicznych oraz Komisją Europejską. W art. 5 określono również katalog

3 Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. 2006, nr 157, poz. 1119, art. 1.

4 *Ibidem*, art. 2.

5 *Ibidem*, art. 3–12.

6 Ustawa z dnia 12 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2015, poz. 1260, art. 1.

7 *Ibidem*, art. 2.

8 *Ibidem*, art. 3–7.

9 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1537.

instytucji, które podlegają nadzorowi Komisji. Katalog tych podmiotów obejmuje 25 pozycji, w tym firmy inwestycyjne, banki powiernicze, krajowy depozyt Papierów Wartościowych, emitentów dokonujących oferty publicznej Papierów Wartościowych, fundusze inwestycyjne, giełdowe izby rozrachunkowe, a także towarowe domy maklerskie w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych oraz zagraniczne osoby prawne, prowadzące na terytorium Polski działalność maklerską¹⁰.

Poza szczegółowymi zapisami dotyczącymi sposobu funkcjonowania KNF, ustawa precyzuje schemat oraz zakres wymiany informacji pomiędzy Komisją a organami innych państw członkowskich, również sprawujących działania nadzorcze nad rynkami kapitałowymi w Unii Europejskiej, wyraźnie zaznaczając wyłączenia z obowiązku udzielania informacji w przypadkach, które mogłyby być niekorzystne z punktu widzenia bezpieczeństwa państwa polskiego¹¹. Zapisy odnoszące się do wymiany informacji również precyzują możliwość wymiany danych pomiędzy organami nadzorczymi, dotyczących domów maklerskich, wykonujących działalność poza granicami Polski. Informacje te mogą dotyczyć struktury własnościowej, płynności oraz wypłacalności domu maklerskiego, czynników ryzyka oraz procedur zarządzania i procedur księgowych w danym domu maklerskim, także nadzoru sprawowanego nad nim, jego zakresu, a także wystąpienia zaburzeń płynności oraz sposobu uwzględniania informacji przekazanych przez organ nadzoru w państwie Unii, w którym dom maklerski prowadzi działalność¹².

Zgodnie z jednym z głównych celów funkcjonowania KNF, jakim jest dążenie do maksymalnej przejrzystości funkcjonowania rynku kapitałowego, ustawa zakłada również, że Komisja może w drodze uchwały zdecydować o przekazaniu do publicznej wiadomości informacji o naruszeniu przez dom maklerski ustawy o obrocie instrumentami finansowymi wraz z danymi dotyczącymi podmiotu, który dokonał naruszenia, jak również imienia i nazwiska osoby, która jest za nie odpowiedzialna¹³. W tym kontekście oczywiste jest, że Komisja musi posiadać kompetencje do wykonywania kontroli, w wyniku których mogą zostać wykryte naruszenia. Art. 26 precyzuje jednoznacznie, że KNF ma możliwość dokonania kontroli domu maklerskiego lub jego oddziału, w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, znajdującego się na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Kontrola dotyczyć może działalności maklerskiej danego podmiotu, a także w przypadku firmy zagranicznej – badania zgodności prowadzonej działalności z przepisami obowiązującymi na terytorium Polski. Ponadto pracownicy Komisji mają prawo wizytować dom maklerski w celu sprawdzenia prawidłowości realizacji programów nadzorczych, o których mowa w art. 110 ustawy o obrocie

10 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze..., art. 3–5.

11 *Ibidem*, art. 20–21.

12 *Ibidem*, art. 21a.

13 *Ibidem*, art. 25, p. 2b.

instrumentami finansowymi, tj. postępowanie dotyczące wydawania zezwoleń na prowadzenie działalności¹⁴.

Kolejnym niezmiernie istotnym aktem prawnym regulującym funkcjonowanie rynku finansowego w Polsce jest Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, która reguluje zasady, tryb oraz warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu papierami wartościowymi, a także innymi instrumentami finansowymi. Określa również prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie¹⁵. Istotnym elementem rzeczony ustawy jest bardzo szeroki zakres definicji pojęć związanych z funkcjonowaniem rynków kapitałowych, poczynwszy od jego zakresu, instrumentów, kończąc na instytucjach, trybach i rodzajach obrotu giełdowego¹⁶. W tym kontekście ustawa definiuje między innymi, że stronami transakcji zawieranych na rynku giełdowym mogą być wyłącznie firmy inwestycyjne, Krajowy Depozyt lub spółka uprawniona przez ten organ do wykonania transakcji oraz spółka prowadząca izbę rozliczeniową. Ponadto stronami transakcji dokonywanych na rynku giełdowym mogą być także, zgodnie z warunkami określonymi w regulaminie giełdy, inne podmioty nabywające i zbywające instrumenty finansowe we własnym imieniu i na własny rachunek¹⁷.

Należy tu podkreślić, że ustawa ta jest głównym źródłem prawa dla istnienia i funkcjonowania domów maklerskich w Polsce. Przepisy dotyczące tego rodzaju instytucji zostały w dużej mierze przedstawione w dziale IV ustawy. Przede wszystkim w art. 69 jasno stwierdzono, iż prowadzenie działalności maklerskiej wymaga zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego¹⁸. Ponadto ustawa określa katalog czynności podlegających pod działalność maklerską. Są nimi¹⁹:

- 1) przyjmowanie i przekazywanie zleceń kupna i sprzedaży instrumentów finansowych,
- 2) wykonywanie wskazanych transakcji na rachunek osoby zlecającej,
- 3) zbywanie i nabywanie instrumentów finansowych na własny rachunek,
- 4) zarządzanie portfelami, w których znajdują się instrumenty finansowe,
- 5) doradztwo inwestycyjne,
- 6) oferowanie instrumentów finansowych,
- 7) świadczenie usług dotyczących umów o subemisję inwestycyjne, usługowe oraz zawieranie i wykonywanie innych umów w analogicznym charakterze, pod warunkiem iż dotyczą one instrumentów finansowych,
- 8) organizowanie alternatywnego systemu obrotu.

14 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze..., art. 26 i 37a.

15 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538, art. 1.

16 *Ibidem*, art. 2–7.

17 *Ibidem*, art. 31.

18 *Ibidem*, art. 69.

19 *Ibidem*.

Do działalności maklerskiej ustawa również kwalifikuje poniższe czynności²⁰:

- 1) rejestrowanie i przechowywanie instrumentów finansowych,
- 2) udzielanie pożyczek pieniężnych w celu sfinansowania transakcji dotyczących instrumentów finansowych, pod warunkiem, że zostanie ona zawarta w obrębie instytucji udzielającej pożyczki,
- 3) doradzanie przedsiębiorcom w zakresie struktury kapitałowej i strategii przedsiębiorstwa,
- 4) doradztwo w zakresie łączenia, podziału lub przejmowania przedsiębiorstw,
- 5) wymiana walutowa, pod warunkiem, że jest ona związana z działalnością maklerską,
- 6) sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych, a także rekomendacji o charakterze ogólnym, dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych,
- 7) wykonywanie usług dodatkowych związanych z subemisją usługową lub inwestycyjną.

Zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi, czynności związane z doradztwem inwestycyjnym oraz sporządzaniem specjalistycznych analiz dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych znajdują się w katalogu czynności wymagających specjalistycznych uprawnień i zezwoleń wydawanych przez Komisję Nadzoru Finansowego. Ustawa również precyzuje proces pozyskiwania stosownych uprawnień, zarówno dla instytucji, jak i osób fizycznych ubiegających się o licencję maklera lub też doradcy inwestycyjnego. Szczególnie warto tu zwrócić uwagę na art. 76, precyzujący usługę doradztwa inwestycyjnego, opisaną jako zobowiązanie do przygotowania w oparciu o potrzeby i sytuację klienta oraz przekazanie mu pisemnej lub ustnej rekomendacji dotyczącej: kupna, sprzedaży, subskrypcji, wymiany, wykonania lub wykupu określonych instrumentów finansowych, czy też powstrzymania się od zawarcia transakcji związanych z danym instrumentem²¹. Dodatkowo w dziale VIII ustawy określono sankcje administracyjne za naruszenie przepisów dotyczących wykonywania czynności związanych z rynkiem kapitałowym. Szczególnie istotny jest tu art. 173, p. 7, który określa, że każda osoba, która sporządza rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych bądź ich emitentów, z przeznaczeniem do rozpowszechniania wśród inwestorów lub też zajmuje się rozpowszechnianiem takich rekomendacji z naruszeniem przepisów określonych w art. 42, ust. 2, lub też nie zachowuje przy tym należytej staranności, nie zapewnia rzetelności sporządzanych rekomendacji, bądź nie ujawnia słusznego interesu, a także konfliktu interesów, który może istnieć w chwili ich sporządzania lub rozpowszechniania, KNF może nałożyć karę pieniężną w wysokości do jednego miliona złotych²². Ponadto art. 182 stwierdza, że osoby, które pomimo

20 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie..., art. 69.

21 *Ibidem*, art. 76.

22 *Ibidem*, art. 173.

zakazu udzielają rekomendacji bądź nakłaniają do transakcji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, podlegają karze pozbawienia wolności do lat trzech lub grzywnie w wysokości dwóch milionów złotych bądź, w niektórych przypadkach, obu tym karom łącznie²³.

Warto zauważyć, że podporządkowanie wykonywania rekomendacji giełdowych do czynności maklerskich, do sporządzania których niezbędna jest stosowna licencja, a także określanie konieczności wykonywania tych raportów w oparciu o odpowiednią wiedzę i informacje, zostało określone przez ustawodawcę z dużą starannością. Przepisy narzucają podmiotom wykonującym rekomendacje odpowiednio wysoki ich standard. Mając na uwadze potencjał wykorzystania rekomendacji giełdowych przez osoby, które mogą nie posiadać wiedzy specjalistycznej, niezbędnej do własnej weryfikacji danego instrumentu finansowego, a jednocześnie inwestujących posiadane środki, ustawodawca wymusza na domach maklerskich dochowanie maksymalnej staranności przy wykonywaniu analiz o charakterze doradczym. Taki kształt przepisów jest oczywiście podporządkowany idei ochrony interesów konsumentów, którzy zdecydują się na dokonywanie transakcji na rynku kapitałowym.

W grudniu 2014 r. opublikowano ustawę zmieniającą obowiązującą ustawę o obrocie instrumentami finansowymi. Wydany akt prawny zmienił dotychczas obowiązujące zapisy dotyczące kilku podstawowych aspektów, m.in. procesu dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu giełdowego oraz samego obrotu nimi. Ustawa dokonuje również zmiany w zakresie sankcji dotyczących działań niedozwolonych przez podmioty objęte ustawowym nadzorem. Poza dotychczasową możliwością kary pieniężnej w wysokości do jednego miliona złotych, pojawiła się między innymi możliwość nałożenia przez KNF kary finansowej w wysokości dziesięciokrotności korzyści majątkowej uzyskanej w wyniku nielegalnej transakcji²⁴. Dzięki takim zapisom ustawodawca wzmocnił przekaz dotyczący konieczności należytego wykonywania czynności maklerskich pod groźbą dotkliwych sankcji. Należy to uznać za wyraz świadomości istotnej roli społeczno-gospodarczej związanej z działaniem domów maklerskich.

Kolejnym, bardzo istotnym dokumentem regulującym kwestie związane z funkcjonowaniem instrumentów finansowych, jest Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych²⁵. Reguluje ona przede wszystkim warunki tworzenia oferty publicznej dotyczącej papierów wartościowych, prowadzenie sprzedaży lub subskrypcji, a także ubieganie się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

23 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie..., art. 182.

24 Ustawa z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2015, poz. 73, art. 1–2.

25 *Ibidem*.

Ustawa precyzuje również obowiązki emitentów oraz podmiotów, które są zaangażowane w obrót instrumentami finansowymi. Trzecim istotnym aspektem są regulacje dotyczące skutku uzyskania statusu spółki publicznej oraz obowiązki i prawa związane z obrotem akcjami takich spółek²⁶. Ustawa określa zakres oferty publicznej, definiuje rodzaj instrumentów, jakie mogą być dopuszczone do obrotu, a także precyzuje szereg definicji związanych z wprowadzeniem do obrotu instrumentu finansowego.

Określa również zakres obowiązków zarówno emitentów, jak i akcjonariuszy i nakreśla zakres odpowiedzialności cywilnej oraz karnej w przypadku naruszenia ustawy²⁷. Z punktu widzenia wykonywania rekomendacji giełdowych, ustawa zawiera szereg istotnych regulacji dotyczących obowiązków spółek publicznych w zakresie podawania informacji istotnych dla uczestników rynku oraz organów państwowych i nadzorczych. Obowiązkom informacyjnym poświęcony jest rozdział trzeci ustawy. Warto tutaj podkreślić art. 56, w którym bezpośrednio nakazuje się emitentowi dopuszczonych do obrotu papierów wartościowych na rynku regulowanym równocześnie przekazywanie Komisji Nadzoru Finansowego, spółce prowadzącej rynek regulowany oraz do informacji publicznej informacji poufnych w rozumieniu art. 154 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz informacji bieżących i okresowych²⁸. Formułując obowiązki informacyjne spółek notowanych na rynku publicznym, ustawodawca określił więc jednoznacznie, iż są one zobowiązane do przekazywania wszelkich informacji, które mogą mieć znaczenie dla uczestników rynku kapitałowego, a szczególnie organu nadzorczego oraz inwestorów. Na podstawie art. 56 niniejszej ustawy, spółka ma obowiązek przekazywania do publicznej wiadomości informacji, które są niezbędne dla prawidłowego przeprowadzenia procesu wyceny instrumentu finansowego związanego z danym przedsiębiorstwem (najczęściej są to akcje spółki). To natomiast bezpośrednio wiąże się z zapisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, związanymi z koniecznością rzetelnej wyceny, dokonywanej przez domy maklerskie, która również jest przedmiotem kontroli KNF.

Kolejną ustawą, na którą warto zwrócić uwagę, jest opublikowana 20 lutego 2015 r. ustawa o obligacjach²⁹. Reguluje ona kwestie związane z emisją, nabywaniem oraz zbywaniem, a także z wykupem obligacji. Dotyczy ona obligacji komunalnych oraz komercyjnych.

26 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2005, nr 184, poz. 1539, art. 1.

27 *Ibidem*, art. 3–6, art. 55–68, art. 98–104.

28 *Ibidem*, art. 56.

29 Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. 2015, poz. 238.

W art. 3 zastrzeżono, że niniejsza ustawa nie dotyczy obligacji emitowanych przez skarby państwa i NBP³⁰.

Warto również wspomnieć o ustawie powołanej do życia w dniu 26 października 2000 r. o giełdach towarowych³¹. Reguluje ona funkcjonowanie oraz handel na giełdach towarowych, a także działalność organów wspomagających, takich jak giełdowe izby rozrachunkowe czy też towarowe domy maklerskie. Podobnie jak w przypadku pozostałych rynków, także na giełdzie towarowej ustawodawca zastrzegł możliwość dokonywania transakcji jedynie dla podmiotów posiadających uprawnienia i zezwolenia na działalność maklerską, która w tym przypadku jest rozumiana jako działalność w zakresie obrotu towarami giełdowymi, realizowana na giełdzie towarowej³². Zauważmy, że ustawa określa również procedurę powołania giełdy towarowej, według której wniosek składany do KNF powinien z góry zawierać zobowiązania do prowadzenia działalności na danej giełdzie od trzech do sześciu domów maklerskich, w zależności od rodzaju instrumentów, które będą przedmiotem obrotu na danym rynku³³. Ponadto w rozdziale siódmym ustawy wyróżniono i scharakteryzowano specjalny rodzaj domu maklerskiego dedykowanego do prowadzenia działalności na giełdach towarowych – towarowy dom maklerski. W myśl ustawy podmioty te mogą wykonywać ściśle określone, w otrzymanym zezwoleniu, czynności, które precyzuje art. 38 jako³⁴:

- 1) oferowanie w obrocie giełdowym towarów giełdowych zdefiniowanych w art. 2 ustawy,
- 2) dokonywanie transakcji na cudzy rachunek oraz rozliczanie tych transakcji,
- 3) prowadzenie rachunków lub rejestrów towarów,
- 4) doradztwo w zakresie obrotu giełdowego,
- 5) zarządzanie cudzym pakietem praw majątkowych na zlecenie,
- 6) pośrednictwo w nabywaniu i zbywaniu towarów giełdowych w obrocie na zagranicznych giełdach.

Ponadto ustawodawca określa możliwe do podjęcia sankcje w przypadku naruszenia przepisów określonych ustawą. Należą do nich między innymi cofnięcie zezwolenia lub jego ograniczenie oraz kary pieniężne do wysokości 500 tys. zł. Podobnie jak w przypadku innych podmiotów rynkowych, mających dostęp do informacji poufnych, zarówno w zakresie instrumentów, jak i rozrachunków klientów, towarowe domy maklerskie są zobowiązane do zachowania ścisłej tajemnicy zawodowej dotyczącej wszelkich informacji wewnętrznych³⁵.

30 Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach..., art. 1–3.

31 Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych, Dz.U. 2000, nr 103, poz. 1099.

32 *Ibidem*, art. 1–2.

33 *Ibidem*, art. 7.

34 *Ibidem*, art. 36–37.

35 *Ibidem*, art. 53.

Towarowe domy maklerskie posiadają podobny wachlarz kompetencji, jak analogiczne podmioty funkcjonujące na giełdach akcji czy obligacji. Mogą one również wykonywać usługi w zakresie doradztwa, które zgodnie z przepisami ustawy wiążą się z wystawianiem pisemnych bądź ustnych rekomendacji kupna bądź sprzedaży oznaczonych towarów giełdowych, ewentualnie powstrzymania się od zawarcia transakcji dotyczących danego towaru. Proces ten narzuca więc konieczność zachowania wszelkich starań dążących do maksymalnego obiektywizmu oraz rzetelności przeprowadzonej analizy danego instrumentu rynkowego. Należy więc mieć na uwadze, iż pomimo specyfiki produktowej, której dotyczy wykonywanie rekomendacji na tym rynku, dokonywane analizy mogą mieć również silne znaczenie w kształtowaniu bieżącego obrazu rynku towarowego, jak ma to miejsce w przypadku innych instrumentów, będących przedmiotem obrotu na rynkach publicznych.

1.2. Rola Komisji Nadzoru Finansowego

Przed powstaniem Komisji Nadzoru Finansowego kontrolę nad rynkami finansowymi w Polsce sprawowały niezależnie trzy instytucje. Za sektor bankowy odpowiedzialna była Komisja Nadzoru Bankowego, rynkiem kapitałowym zajmowała się Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, zaś Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych odpowiedzialna była za nadzór nad sektorem ubezpieczeniowym. Od 19 września 2006 r., w wyniku zmian prawa w Polsce, wskazane wyżej trzy instytucje zostały zastąpione przez jeden organ przejmujący ich wszystkie kompetencje – Komisję Nadzoru Finansowego. Warto zauważyć, że Komisja Nadzoru Finansowego nie od razu przejęła pełen nadzór nad wszystkimi segmentami rynku finansowego. W roku 2006 przejęła kompetencje Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, a także Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Dopiero z dniem 1 stycznia 2008 r. przejęła również zadania Komisji Nadzoru Bankowego³⁶. W ujęciu ustrojowym, podstawową oznaką regulacji oraz nadzoru rynków kapitałowych było powołanie Komisji Nadzoru Finansowego (KNF). Stanowi ona podmiot kontrolujący działalność wszystkich segmentów rynku finansowego, obejmujących banki, fundusze emerytalne, ubezpieczycieli, instytucje pieniądza elektronicznego, agencje ratingowe, instytucje płatnicze, biura usług płatniczych, a także inne, objęte tak zwanym nadzorem uzupełniającym³⁷. KNF odgrywa kluczową rolę w procesie utrzymania stabilności

36 U. Banaszczyk-Soroka, *Rynki Finansowe. Organizacja, Instytucje, Uczestnicy*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 112.

37 M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012, s. 71.

rynków finansowych w Polsce. Istotne jest również, że stworzone na gruncie Unii Europejskiej regulacje dotyczące nadzoru nad rynkami finansowymi nie narzucają jednoznacznego rozwiązania w tym zakresie. Każde z państw członkowskich ma prawo do indywidualnego rozwiązania systemu nadzoru nad rynkami w swoim obrębie. Legislacja unijna wymusza jedynie objęcie nadzorem wszystkich sektorów rynku finansowego oraz wszystkich podmiotów znajdujących się w grupach kapitałowych, które działają na tych rynkach. Sama Komisja Nadzoru Finansowego jest natomiast kontrolowana przez Prezesa Rady Ministrów, który powołuje przewodniczącego Komisji na 5-letnią kadencję. Ponadto, przyjmuje on coroczne sprawozdania z działalności KNF i nadaje mu statut³⁸.

Rola Komisji Nadzoru Finansowego w zakresie kontroli rynków odbywa się na trzech poziomach regulacji. Pierwszy z nich odnosi się do całego rynku finansowego, co oznacza, że obejmuje nie tylko rynek kapitałowy, ale również sektor bankowy oraz ubezpieczeniowy i emerytalny. Na tej płaszczyźnie do zadań Komisji należą w szczególności³⁹:

- 1) nadzorowanie rynku finansowego,
- 2) działalność służąca właściwemu funkcjonowaniu rynków finansowych,
- 3) dążenie do rozwoju rynków finansowych,
- 4) prowadzenie działalności edukacyjnej oraz informacyjnej w zakresie działania rynków finansowych,
- 5) współtworzenie aktów prawnych dotyczących rynku finansowego,
- 6) dążenie do umożliwienia polubownego rozstrzygnięcia sporu pomiędzy uczestnikami rynku, szczególnie jeśli dotyczą one stosunków pomiędzy podmiotami podlegającymi nadzorowi KNF a odbiorcami ich usług,
- 7) inne działania wynikające z ustaw szczegółowych.

Zadania sklasyfikowane jako przynależne do drugiego poziomu kontroli, zostały określone na mocy regulacji ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁴⁰:

- 1) działanie na rzecz prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego,
- 2) nadzorowanie działalności podmiotów objętych nadzorem zgodnie z ustawą, a także kontrola wykonywania obowiązków związanych z uczestnictwem w obrocie na rynku kapitałowym przez te podmioty,
- 3) działania edukacyjne oraz informacyjne dotyczące rynków kapitałowych,
- 4) uczestnictwo w tworzeniu aktów prawnych dotyczących rynków kapitałowych,
- 5) inne zadania wynikające z ustaw szczegółowych.

Łatwo zauważyć, że drugi poziom kontroli jest przełożeniem ogólnych zadań KNF i przypisaniem ich bezpośrednio do funkcjonowania rynku kapitałowego. Przytoczone działania kontrolne dotyczą kwestii zarówno podmiotowych, jak

38 U. Banaszczyk-Soroka, *op. cit.*, s. 113.

39 M. Dyl, *op. cit.*, s. 77.

40 *Ibidem*, s. 78.

i przedmiotowych. Działania dążące do prawidłowego funkcjonowania rynku dotyczą podmiotów ustawowo objętych nadzorem, ale również i tych nieposiadających statusu nadzorowanych, lecz prowadzących działalność w zakresie podlegającym kontroli KNF. Sprawny nadzór nad rynkami wymaga również współpracy z innymi organami publicznymi, wykonawczymi, ustawodawczymi, jak i sądowymi. Ustawodawca precyzyjnie i szeroko nakreślił również nadzór od strony przedmiotowej. Podlegają mu mechanizmy funkcjonowania rynku kapitałowego oraz działania podejmowane przez kontrolowany podmiot w ramach czynności dotyczących rynków kapitałowych. Takie szerokie ujęcie przedmiotu kontroli determinuje konieczność podejmowania działań we wszystkich możliwych sferach regulacji, co determinuje stwierdzenie, iż zapewnienie prawidłowego działania rynku kapitałowego wymaga stosownych regulacji zarówno w zakresie cywilno-prawnym, administracyjnoprawnym, jak i karnoprawnym⁴¹.

Trzecim poziomem nadzoru jest indywidualna kontrola poszczególnych instytucji finansowych w zakresie spełniania przez nie wymogów funkcjonowania na rynkach kapitałowych oraz procesów bezpośrednio zachodzących wewnątrz danego podmiotu i związanych z realizacją jego zadań oraz z relacjami pomiędzy danym podmiotem a innymi uczestnikami rynku. W ramach tego poziomu kontroli, wydarzenia historyczne związane między innymi z upadłością Bank of Credit and Commerce International, wymusiły na organach nadzorujących również włączenie do zakresu nadzoru indywidualnego, skonsolidowanego nadzoru grup kapitałowych, czyli podmiotów powiązanych prawnie, finansowo oraz kapitałowo⁴².

Zgodnie z obowiązującą w Polsce legislacją, Komisja Nadzoru Finansowego ma prawo kontrolować jakość wykonywania obowiązków związanych z uczestnictwem w obrocie na rynku kapitałowym przez podmioty objęte nadzorem. Oznacza to bezpośrednio, że KNF ma prawo sprawdzać jakość i rzetelność wykonania produktu oferowanego przez dom maklerski, jakim niewątpliwie jest rekomendacja giełdowa. Mając na uwadze potencjalną wartość inwestycyjną oraz rolę wycen maklerskich w dążeniu do efektywnej alokacji kapitału na rynku, Komisja ma prawo weryfikować zasadność proponowanych przez domy maklerskie wycen, szczególnie jeśli budzą one zastrzeżenia. Komisja ma również prawo konstruować kodeks dobrych praktyk oraz wytyczne związane z konstruowaniem rekomendacji. Kompetencje te oznaczają w praktyce bardzo duży wpływ propozycji składanych przez KNF na ostateczny kształt i jakość publikowanych rekomendacji maklerskich. Jest to bardzo ważny aspekt aktywnego uczestnictwa Komisji w organizacji obrotu papierami wartościowymi (szczególnie akcjami), ponieważ jej wytyczne dotyczą zawartości raportów z wyceny oraz sposobu ich wykonania. Przekłada się to w bezpośredni sposób na ujednolicanie standardów wyceny stosowanych

41 A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 2–5.

42 U. Banaszczyk-Soroka, *op. cit.*, s. 117.

przez poszczególne domy maklerskie. Komisja ma prawo rozpatrywać indywidualne przypadki nadużyć i zaniedbań związanych z wykonywaniem wyceny przez analityków i maklerów. Może ona również konstruować szeroko zakrojone zasady funkcjonowania domów maklerskich i ich relacji z klientami i innymi podmiotami rynków kapitałowych.

Ostatecznie jako organ kontrolny KNF może również nakładać kary w przypadku odnotowania uchybień, zaniedbań oraz przestępstw w świetle obowiązującego prawa. Realizując tę funkcję, KNF od października 2006 r. nałożyła 494 kary związane z uchybieniami dotyczącymi działalności podmiotów na rynku kapitałowym⁴³. Przykładem ukarania domu maklerskiego z powodu nierzetelnej wyceny podmiotu giełdowego jest nałożenie 500 tys. zł kary w dniu 18.02.2011 r. na UniCredit CAIB Securities UK Ltd, będącej konsekwencją wyceny grupy Lotos S.A. w listopadzie 2008 r. na kwotę 0 zł za akcję. Analityk Robert Rethy, pracujący w tym czasie w UniCredit, zaproponował w wycenie cenę docelową 0 zł, rekomendując sprzedaż papierów wartościowych grupy oraz dodając argumentację, że według analityków UniCredit istniało ponad 50% prawdopodobieństwa, że Lotos może ogłosić upadłość. KNF, analizując wykonaną wycenę, stwierdziła szereg uchybień i naruszenie art. 42 ustawy o obrocie, w związku z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów i wystawców. Wskazała bezpośrednio na naruszenie § 5, ust. 3 wyżej wymienionego rozporządzenia MF z powodu braku wykorzystania dwóch metod wyceny akcji spółki. Ponadto pominięto niektóre składniki majątku, co narusza § 7, ust. 1, pkt 2 ww. rozporządzenia oraz nie przedstawiono analizy wrażliwości przyjętych założeń do przyjętej metody wyceny, co narusza § 7 ust. 1 pkt 3 ww. rozporządzenia⁴⁴. KNF może również w bezpośredni sposób karać maklerów i analityków, którym udowodniono stosowanie niedozwolonych praktyk lub też nienależyte wykonywanie swoich obowiązków, wynikających z posiadanych uprawnień.

Charakter działania komisji w odniesieniu do tworzenia rekomendacji giełdowych, a także ich dystrybucji, jednoznacznie pokazuje istotną rolę KNF w procesie tworzenia wycen przez domy maklerskie, mającą na celu poprawę sprawności funkcjonowania tego produktu na rynku finansowym oraz ochrony interesu inwestorów z niego korzystających.

Priorytetem dla Komisji Nadzoru Finansowego jest sprawne funkcjonowanie oraz bezpieczeństwo rynku finansowego. Dlatego też Komisja dąży do zapewnienia maksymalnie korzystnych warunków dokonywania transakcji na rynkach kapitałowych, między innymi poprzez mechanizmy kontroli oraz kar w przypadku wykrycia nadużyć i przestępstw.

43 https://bip.knf.gov.pl/pliki/kary_KNF_chronologicznie_tcm6-65884.pdf [dostęp: 14.07.2017], stan na 21.02.2017.

44 *Ibidem*, pozycja 202 w wykazie chronologicznym.

Główną zasadą przesądzającą o prawidłowym funkcjonowaniu rynku kapitałowego jest równy dostęp do informacji, mogącej kształtować ceny instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu na rynku, dla wszystkich jego uczestników. Sposób funkcjonowania rynku kapitałowego, oparty o grę popytu i podaży, który dodatkowo wspomagany jest wysoce rozwiniętą technologią teleinformatyczną, sprawia, iż informacja stanowi wartość samą w sobie. Jej wykorzystanie może stwarzać możliwości przekroczeń prawa w zakresie funkcjonowania rynków. Najczęściej wskazywane sposoby nieprawidłowego wykorzystania przewagi informacyjnej to⁴⁵:

- 1) „insider trading” – wykorzystywanie wewnętrznych poufnych informacji,
- 2) „manipulation” – manipulacje cenowe,
- 3) „front running” – wyprzedzanie operacji,
- 4) „overtrade, twisting, churning” – przelewianie.

Wykorzystywanie wewnętrznych informacji polega na dokonaniu transakcji kupna bądź sprzedaży w oparciu o informacje poufne, na przykład dotyczące wyników finansowych przedsiębiorstwa lub nowych kontraktów wcześniej niż zostały one oficjalnie opublikowane. Działalność o takim charakterze jest uznawana za wysoce naganną, ponieważ doprowadza do powstania nieuczciwej przewagi ograniczonej grupy inwestorów nad ich ogółem, dlatego przestępstwa na tle insider tradingu są surowo karane. Dla przykładu, w latach 80. Miliken, bankowiec inwestycyjny w USA, został skazany na 10 lat więzienia oraz na karę pieniężną w wysokości 600 mln dol. za wykorzystywanie informacji poufnych⁴⁶.

Manipulacja cenami rynkowymi jest przestępstwem polegającym zazwyczaj na szeregu różnych operacji dokonywanych zarówno w sferze informacyjnej, jak i w realnych arkuszach zleceń rynkowych, które mają za zadanie wprowadzić w błąd uczestników rynku co do dalszej zmienności ceny danego waloru. Głośnym przypadkiem takiej manipulacji w ostatnich latach był tak zwany „Libor scandal”. Dotyczył on bardzo szerokiej manipulacji stopami LIBOR przeprowadzonej przez szerokie grono bankowe, między innymi Royal Bank of Scotland, która została nagłośniona 12 lipca 2012 r. przez Financial Times. Następnie doniesienia gazety zostały potwierdzone przez BBC oraz agencję Reuters⁴⁷. Skandal ujawnił szeroko zakrojone kontakty nieformalne w środowisku bankowym i giełdowym, które doprowadzały do ustawienia wysokości stopy LIBOR według zapotrzebowania środowiska oraz według ustaleń wewnętrznych odbywających się poza rynkiem formalnym.

Zjawisko „transakcji uprzedzających” jest związane z działalnością pośredników dokonujących operacji na rynkach kapitałowych. W procedurze tym makler dokonuje transakcji własnej, która jest oparta o zlecenie złożone przez klienta,

45 B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 275.

46 *Ibidem*, s. 276.

47 Reuters: „Libor collusion was rife, culture went right to the top”, publikacja z 7 sierpnia 2012.

i które w oczach danego maklera jest na tyle znaczące dla zmiany ceny danego waloru rynkowego, że jego realizacja spowoduje stosowną zmianę ceny oraz pozwoli osiągnąć zysk z wcześniej dokonanej operacji⁴⁸.

Innym rodzajem nadużywania swojej pozycji przez pośredników i maklerów jest tak zwane „przelewanie”, związane z możliwością bezpośredniego zarządzania aktywami klienta, na podstawie wydanego przez niego pełnomocnictwa. Stwarza to możliwość dokonywania szeregu zbędnych operacji generujących jedynie koszty dla klienta, tym samym dających maklerowi zysk z zarządzania jego aktywami⁴⁹.

Wskazana lista możliwych obszarów nadużyć nie jest oczywiście zamknięta. Nakreśla ona jedynie obszary, w których najczęściej dochodzi do przestępstw związanych z dokonywaniem transakcji na rynkach kapitałowych. Zmieniająca się technologia, spektrum dostępnych instrumentów, a także legislacja dotycząca rynków powodują, że wskazany katalog nadużyć jest dynamiczny. W celu uniknięcia nielegalnych zachowań i operacji, negatywnie wpływających na obraz i odbiór rynku kapitałowego, Komisja Nadzoru Finansowego sprawuje ostrożnościowy nadzór, a także prowadzi działania kontrolne zgodnie z powierzonymi jej kompetencjami. Poprzez działania ostrożnościowe należy rozumieć szeroko pojęty system wczesnego ostrzegania, polegający na ciągłym monitorowaniu działania, zarządzania oraz bezpieczeństwa funkcjonowania podmiotów rynku. Podstawowym działaniem w tym zakresie jest nieustanna analiza bieżących raportów i informacji dotyczących uczestników objętych nadzorem KNF⁵⁰.

Zakres informacji koniecznych do przekazywania organom kontrolnym jest szczegółowo zdefiniowany w aktach prawnych związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego. Ponadto KNF, poza kontrolą dokumentacji, ma możliwość przeprowadzenia inspekcji w miejscu działania danego podmiotu rynkowego. Podstawowe obszary kontroli dotyczą sfery organizacyjnej, finansowej i informacyjnej oraz ich zgodności z obowiązującymi przepisami prawa⁵¹.

W wyniku przeprowadzonej kontroli, w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości, Komisja Nadzoru Finansowego może podjąć działania dyscyplinujące zarówno w bezpośrednim odniesieniu do osób, jak i do całej instytucji. Kary o charakterze personalnym związane są z możliwością nałożenia kary pieniężnej oraz zawieszeniem lub pozbawieniem uprawnień do wykonywania zawodu licencjonowanego. W przypadku dyscyplinowania o charakterze instytucjonalnym, również mamy do czynienia z karami finansowymi, a także z koniecznością opracowania i wdrożenia procesu naprawczego, którego charakter uzależniony jest od wykrytych

48 B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *op. cit.*, s. 275.

49 *Ibidem*, s. 275.

50 *Ibidem*.

51 U. Banaszczyk-Soroka, *op. cit.*, s. 123.

nieprawidłowości i sytuacji danego podmiotu. Istotnym elementem wdrażanych planów jest uznanie za nadrzędny cel, jakim jest ochrona interesu klientów⁵².

Innymi, również ważnymi zasadami nadzoru związanymi z działaniami restrykcyjnymi są: po pierwsze – stopień interwencji powinien być adekwatny do skali problemu, po drugie – przeprowadzona interwencja powinna być wykonana dyskretnie w celu uniknięcia dodatkowych negatywnych konsekwencji związanych z przeprowadzoną kontrolą i jej możliwymi skutkami, które narażałyby potencjalnie interesy klientów danej instytucji na straty. Należy tu zaznaczyć, że przewodniczący KNF, pomimo podejmowania działań dyscyplinujących w zakresie posiadanych kompetencji Komisji, również w ramach wykonywanego postępowania składa zawiadomienie do prokuratury, dotyczące możliwości popełnienia przestępstwa, jeśli takowe stwierdzono podczas kontroli. Działania Komisji Nadzoru Finansowego są podejmowane w celu stworzenia maksymalnie bezpiecznych i przejrzystych warunków funkcjonowania wszystkich podmiotów rynku kapitałowego. Nie należy jednak zapominać, że odpowiedzialność za prawidłowy przebieg procesów związanych z funkcjonowaniem danych instytucji na rynku ponoszą one same, stąd niezmiennie istotnym elementem ich funkcjonowania powinny być audyty wewnętrzne. Ta forma kontroli motywuje do przestrzegania zasad i norm prawa, poprawia procedury, pozwala mierzyć oraz monitorować ryzyko związane z działalnością danego podmiotu, a także chroni finansową infrastrukturę. Dzięki podejmowanym działaniom kontroli wewnętrznej, instytucje dążą do eliminacji zjawisk, które mogłyby w negatywny sposób oddziaływać na sytuację danego podmiotu⁵³. Mechanizmy samokontroli nie są jednak wystarczające do osiągnięcia stanu pełnej przejrzystości oraz efektywności funkcjonowania podmiotów na rynku kapitałowym, co wymusza istnienie organów kontrolnych, niezwiązanych z żadnym z kontrolowanych podmiotów. Zgodnie z danymi Komisji Nadzoru Finansowego dotyczącymi kar nałożonych przez ten organ od dnia 13 października 2006 r. do 14 lutego 2017 r., dotychczas konieczne było dokonanie 494 interwencji związanych z ukaraniem danego podmiotu, maklera lub doradcy inwestycyjnego. Oznacza to, że Komisja wydawała decyzję o nałożeniu kary średnio 4 razy w miesiącu⁵⁴. Należy więc zauważyć, że mimo stałego monitorowania i poprawiania standardów funkcjonowania domów maklerskich na rynku kapitałowym, nadużycia i błędy są często obserwowanym zjawiskiem. W zależności od powodu nałożenia poszczególnych kar, można postawić pytanie o przełożenie sankcjonowanych sytuacji na jakość osądów na temat spółek giełdowych, które są publikowane przez domy maklerskie. Niezbędna jest ciągła analiza występujących nadużyć, w celu identyfikacji niedoskonałości regulacji rynku oraz ich eliminowanie.

52 *Ibidem*, s. 123.

53 *Ibidem*, s. 124.

54 https://bip.knf.gov.pl/pliki/kary_KNF_chronologicznie_tcm6-65884.pdf [dostęp: 14.07.2017], stan na 21.02.2017..

1.3. Działalność domów maklerskich

Firmy inwestycyjne, które posiadają zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej, są istotnymi podmiotami rynku giełdowego, ponieważ zgodnie z polskim ustawodawstwem jednym z ich podstawowych zadań jest dokonywanie transakcji na tym rynku na polecenie swoich klientów. Oznacza to więc, że każdy inwestor, który chce dokonywać transakcji na rynku publicznym, musi otworzyć rachunek papierów wartościowych w domu maklerskim lub w innej instytucji (np. banku), posiadającej odpowiednie zezwolenie do prowadzenia takiej działalności. Wyjątkami od tej reguły są papiery wartościowe Skarbu Państwa lub Narodowego Banku Polskiego, które mogą być przedmiotem obrotu z wyłączeniem pośrednictwa domów maklerskich⁵⁵.

Działalność domów maklerskich została szczegółowo opisana w Ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538) w rozdziale czwartym. W tym akcie prawnym zawarte są szczegółowe informacje na temat zakresu czynności należących do działalności maklerskiej – w art. 69; sensu stricto w art. 69, pkt 2, sensu largo w art. 69, pkt 4⁵⁶.

Specyficzne umiejscowienie domów maklerskich w strukturze funkcjonowania rynku giełdowego sprawia, iż są to podmioty mające bezpośredni kontakt z inwestorami, zarówno indywidualnymi, jak i instytucjonalnymi, posiadające specyficzną wiedzę zarówno od strony kupna, jak i sprzedaży instrumentów finansowych. Należy więc przyjąć, że domy maklerskie, za pośrednictwem zatrudnionych w nich analityków, powinny posiadać specyficzną i bardzo szczegółową wiedzę na temat emisji akcji oraz ich obrotu, jak również na temat wartości przedsiębiorstw, z którymi mają bezpośrednią styczność. Wiedza ta jest niezbędna, aby oferować usługi związane z czynnościami maklerskimi zapisanymi w art. 69 ustawy, w ust. 2, pkt 5, czyli z doradztwem inwestycyjnym. Jako instytucja znajdująca się pomiędzy inwestorami a emitentem, otwarta na potrzeby i oczekiwania obu tych stron, dom maklerski oferuje szereg usług związanych bezpośrednio z zarządzaniem i obrotem instrumentami finansowymi, jak również oferuje szereg usług z zakresu *corporate finance*⁵⁷.

Jednakże wielopodmiotowe powiązania oraz bezpośredni kontakt zarówno z firmami inwestycyjnymi, jak i bankami oraz oferentami instrumentów finansowych, mogą być źródłem konfliktów interesów, które w negatywny sposób odbijają się na relacji domów maklerskich z klientami – szczególnie w postaci inwestorów nabywających akcje, ponieważ analitycy sporządzający wyceny spółek są narażeni na

55 I. Pyka, *Rynek finansowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2010, s. 179.

56 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie..., art. 69.

57 I. Pyka, *op. cit.*, s. 179.

działania korupcyjne, które mogą doprowadzać do zniekształcenia ich obiektywizmu podczas dokonywania oceny oraz wycen spółek, które w jakiś sposób są związane z domem maklerskim, zarówno w sposób formalny/strukturalny, jak i personalny⁵⁸. Są to oczywiście działania noszące znamiona czynów zakazanych, które są penalizowane zgodnie z zapisami ustaw regulujących obrót papierami wartościowymi oraz Kodeksu Karnego⁵⁹. Konflikty interesów oraz potencjalne zagrożenia o charakterze przestępczym są osobnym zagadnieniem podejmowanym zarówno przez badaczy, jak również przez organy kontroli i nadzoru nad rynkami kapitałowymi. Nie należy zakładać, iż problemy powstające na tej płaszczyźnie są zjawiskiem nagminnym, ze względu na odpowiednie mechanizmy kontroli, jednakże trzeba odnotować, iż mogą one występować i wpływać w negatywny sposób na jakość wydawanych rekomendacji.

Ze względu na wagę i charakter działalności domów maklerskich w systemie rynków finansowych, są one precyzyjnie zdefiniowane w polskim ustawodawstwie. Definicję domu maklerskiego zawiera ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, która określa go jako podmiot, którego siedziba znajduje się na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, który posiada uprawnienia do wykonywania czynności maklerskich określonych w art. 69 ustawy⁶⁰. Podmiot ten może funkcjonować w formie spółki komandytowo-akcyjnej, akcyjnej, komandytowej, partnerskiej lub jawnej. W szczególności działalnością maklerską może zajmować się organizacyjnie wyodrębniona jednostka banku. Niezależnie jednak od formy funkcjonowania, elementem niezbędnym do utworzenia domu maklerskiego jest uzyskanie stosownych zezwoleń, które są wydawane przez Komisję Nadzoru Finansowego. Procedurę ubiegania się o takie zezwolenie wraz ze wszystkimi wymaganiami również precyzuje ustawa⁶¹. Dzięki narzuconej procedurze, ustawodawca zapewnił dostęp do świadczenia usług maklerskich jedynie podmiotom zweryfikowanym i wiarygodnym z punktu widzenia stawianych kryteriów. To ważny aspekt funkcjonowania domów maklerskich, które ze względu na rolę pośrednika finansowego w obrocie papierami wartościowymi, stanowią instytucję zaufania publicznego, podobnie jak banki. Odpowiednie wymogi stawiane przedsiębiorstwom ubiegającym się o funkcję domu maklerskiego zwiększają bezpieczeństwo obrotu oraz podwyższają jakość świadczonych usług, także w zakresie doradztwa i rekomendowania spółek. Każdy podmiot, który uzyska stosowne uprawnienia do prowadzenia działalności maklerskiej, w dalszej kolejności podlega nadzorowi

58 Więcej na temat konfliktów interesów powstających na tle instytucjonalnym oraz personalnym opisano w rozdziale trzecim, wskazującym na badania dotyczące tej kwestii. Podstawowym problemem, który towarzyszy wykonywaniu rekomendacji w takiej sytuacji to ograniczenie obiektywizmu wydawanych osądów.

59 Szerszy opis konfliktu interesów w rekomendacjach maklerskich znajduje się w rozdziale trzecim niniejszej pracy.

60 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie..., art. 69.

61 *Ibidem*, art. 69 do 69e.

Komisji Nadzoru Finansowego. Jej charakter i zakres szczegółowo dookreśla ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym z 20 lipca 2006 r.

Natomiast Komisja Nadzoru Finansowego w zaproponowanym przez siebie podziale wyróżnia 3 grupy podmiotów prowadzących działalność maklerską. Pierwsza z nich to niebrokerskie domy maklerskie, za które uznajemy podmioty prowadzące działalność o wąskim charakterze, które nie prowadzą rachunków maklerskich. Następną są brokerskie domy maklerskie, które prowadzą działalność w szerszym zakresie, włącznie z prowadzeniem rachunków instrumentów finansowych. Ostatnią grupą są, prawdopodobnie najbardziej rozpoznawalne, biura maklerskie, które są wyszczególnionymi komórkami banków i które są odpowiedzialne za prowadzenie działalności maklerskiej w myśl ustawy⁶².

Sama działalność domów maklerskich odbywa się na kilku płaszczyznach dotyczących funkcjonowania rynku giełdowego. Pierwszą z nich są działania o charakterze transakcyjnym, które polegają na rozliczaniu zleceń klientów na rynku wtórnym, zgodnie z ustalonymi przez nich warunkami oraz na podstawie stosownej umowy pomiędzy domem maklerskim a klientem. Jest to niezmiernie istotna funkcja z punktu widzenia bieżącego funkcjonowania rynku oraz jego płynności, ponieważ domy maklerskie są pośrednikiem, wymaganym ustawowo, w relacji pomiędzy inwestorami na rynku giełdowym. Ustawodawca celowo ograniczył możliwość dopuszczania dowolnych podmiotów do wykonywania bezpośrednich transakcji na rynku, dla zapewnienia wyższego standardu usług, łatwiejszego rozliczania transakcji oraz większego poziomu bezpieczeństwa rynku⁶³.

Następnym obszarem działania domów maklerskich jest udostępnianie stosownych informacji dotyczących cen, specyfiki poszczególnych instrumentów znajdujących się w obrocie, jak również zasad obrotu, a także szeroko pojętych czynników ryzyka inwestycyjnego. W ramach tej funkcji dodaje się również, że domy maklerskie powinny prowadzić własne analizy dotyczące oferowanych instrumentów. Dlatego też zakres funkcji informacyjnej jest stosunkowo szeroki i może zawierać wiele działań mających na celu przekazywanie niezbędnych do podejmowania decyzji informacji klientom, czyli inwestorom na rynku giełdowym. Rola ta zazwyczaj jest realizowana poprzez udostępnianie stosownych narzędzi inwestycyjnych w postaci programów komputerowych i aplikacji, oferowanym klientom, którzy zawarli umowę z danym domem maklerskim, jak również udostępnianie raportów i analiz dotyczących poszczególnych instrumentów, a także całych segmentów rynku, zarówno w wariantcie odpłatnym, jak i bezpłatnym. Polityka w zakresie udostępniania narzędzi oraz opracowań, takich jak rekomendacje

62 Raport z działalności domów maklerskich i biur maklerskich w 2007 r., Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008.

63 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie..., art. 69.

bądź analizy sektorowe, jest kwestią indywidualną, ustalaną przez poszczególne podmioty maklerskie⁶⁴.

Kolejnym obszarem działalności domów maklerskich jest pełnienie funkcji animatora rynku, który jest odpowiedzialny za inicjowanie transakcji, na rachunek własny lub też na zlecenie swoich klientów. Rola animatora jest szczególnie istotna w przypadku uruchamiania emisji nowego papieru wartościowego, co do którego popyt, z punktu widzenia emitenta, może być niewystarczający. Pewnego rodzaju uzupełnieniem funkcji animacji rynku jest również poprawa płynności na wybranych instrumentach finansowych, która jest związana z uruchomieniem własnych środków domu maklerskiego i wykonywaniem transakcji na własny rachunek, ale również z wykonywaniem stosownych rekomendacji dotyczących danych instrumentów oraz informowaniem o perspektywach ich dotyczących. Należy tu zaznaczyć, że w związku z tym, iż domy maklerskie wykonują usługi związane z emisją na rynku pierwotnym papierów wartościowych, przy jednocześniej możliwości wykonywania rekomendacji dotyczących tychże papierów, istnieje pewne ryzyko powstawania problemu i konfliktu interesów, w momencie gdy w związku z daną emisją dany dom maklerski jest również odpowiedzialny finansowo za upłynnienie pełnego pakietu oferowanych akcji, co jest zabezpieczone jego środkami finansowymi. W takiej sytuacji teoretycznie istnieje podwyższone ryzyko wykonywania rekomendacji, które nie są obiektywne i prezentują perspektywę danego instrumentu finansowego w sposób znacznie bardziej optymistyczny, niż wynikałoby to z przeprowadzenia rzetelnej analizy. Takie przypadki oczywiście należałoby sklasyfikować jako łamanie ustawy, która nakazuje rzetelność opracowania, jak również kodeksu dobrych praktyk, który odnosi się do konieczności zachowania obiektywizmu podczas dokonywania osądów i wycen.

Domy maklerskie pełnią również funkcję doradczą, która może być traktowana jako rozwinięcie funkcji informacyjnej. Klienci, poza informacjami dotyczącymi poszczególnych papierów wartościowych, otrzymują również bezpośrednie osądy dotyczące przyszłości oraz potencjału danych instrumentów. Domy maklerskie oferują doradztwo zarówno w momencie tworzenia portfela inwestycyjnego, jak i na etapie zarządzania już istniejącym, oferując usługi zarówno ogólne – np. wykonując rekomendacje giełdowe, które są kierowane do szerokiego grona odbiorców, jak i indywidualne, kierowane do pojedynczych klientów⁶⁵.

Domy maklerskie są odpowiedzialne za dokonywanie transakcji na rynku giełdowym, ale również za wspomaganie procesów decyzyjnych związanych z lokowaniem kapitału inwestorów, co czyni z nich w oczywisty sposób instytucje zaufania publicznego. Fakt ten wymusza zachowanie bardzo wysokich standardów etycznych przy wykonywaniu wszystkich czynności maklerskich oraz wspomagają-

64 *Ibidem*, art. 69.

65 Patrz przykładowo: R. Michaely, K. Womack, *Brokerage Recommendations: Stylized Characteristics, Market Responses, and Biases*, „Cornell University Working Paper” 2002, January.

cych. Poza obowiązującymi regulacjami prawnymi, w toku analizy i oceny praktyk rynkowych, domy maklerskie wypracowały odpowiednie procedury wewnętrzne, kodeks etyki maklerskiej, a także zasady uczciwego obrotu, którymi kierują się uczestnicy rynku. Nie należy zapominać, że poza zaangażowaniem środków własnych w specyficznych sytuacjach, dom maklerski wykonuje usługi na rzecz osób trzecich, jest przez to zobowiązany do dochowania maksymalnej możliwej staranności przy wykonywaniu czynności maklerskich. Instytucje te są zobowiązane do dbania o bezpieczeństwo obrotu i uczestników rynku, dlatego powinny posiadać odpowiednie mechanizmy kontrolne zapobiegające zaniedbaniom, manipulacjom oraz innym procesom niedozwolonym i niepożądanym zarówno przez domy maklerskie, jak i klientów⁶⁶.

Należy również podkreślić, że domy maklerskie poza wykonywaniem zlecenia kupna i sprzedaży instrumentów finansowych na zlecenie swoich klientów, mają również możliwość bezpośredniego zarządzania portfelem inwestycyjnym powierzonym przez klienta, na mocy stosownych uprawnień nadawanych przez KNF doradcom inwestycyjnym posiadającym odpowiednią wiedzę i doświadczenie, którzy zdali odpowiednie egzaminy państwowe. Posiadanie takich możliwości przez domy maklerskie tym bardziej wymusza na nich stosowanie odpowiednich procedur formalnych oraz etyki.

Istnieje również pewien wachlarz czynności okołomaklerskich, których komplementarny charakter względem podstawowych czynności stanowczo ułatwia ich realizację. Należy do nich między innymi zakładanie oraz obsługa rachunków maklerskich, na których ewidencjonowane są instrumenty finansowe. Domy maklerskie mogą również prowadzić rachunki pieniężne, wspomagające obsługę rachunków, na których zapisywane są instrumenty finansowe, jednakże z wyłączeniem obsługi rachunków papierów wartościowych. W związku z podstawową obsługą zleceń kupna i sprzedaży papierów wartościowych, domy maklerskie mogą również rozliczać transakcje, w których dokonano obrotu instrumentami finansowymi, co jednak nie dotyczy instrumentów dopuszczonych do publicznego obrotu. Ostatecznie firmy świadczące usługi maklerskie mogą również udzielać pożyczek pieniężnych, jeżeli są one związane z dokonywaniem transakcji dotyczących instrumentów finansowych, które są przeprowadzane za pośrednictwem domu maklerskiego, będącego pożyczkodawcą w transakcji⁶⁷.

Poza czynnościami, które mają na celu przede wszystkim wspomaganie procesów dokonywania transakcji dotyczących instrumentów finansowych, domy maklerskie mogą zajmować się działalnością doradczą w zakresie struktury kapitału przedsiębiorstwa, jego strategii, a także innych zagadnień związanych z jego funkcjonowaniem. Doradztwo może również dotyczyć fuzji lub podziału oraz przejmowania innych podmiotów, co może wiązać się z subemisją usługową lub

66 I. Pyka, *op. cit.*, s. 181.

67 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie..., art. 69.

inwestycyjną. Wszystkie te wskazane czynności doradcze wymagają posiadania odpowiednich uprawnień do prowadzenia działalności maklerskiej⁶⁸.

Istnieje jednakże również wachlarz usług o podobnym charakterze, do wykonywania których takie zezwolenie nie jest potrzebne, a które również są wykonywane przez domy maklerskie. W zakresie usług dotyczących doradztwa wobec podmiotów obsługiwanych przez dom maklerski, można wyróżnić takie procesy, jak dokonywanie analiz sposobu oraz zasadności pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwo, jak również wspomaganie optymalnego źródła finansowania poprzez analizy czynników, które mogą go determinować. Uzupełnieniem tych analiz może być także ocena celowości oraz samego sposobu wprowadzenia papierów wartościowych (nie tylko akcji) do obrotu publicznego. Oczywiście ocena procesu upublicznienia papierów wartościowych zawiera również analizy skutków oraz kosztów takiej emisji oraz wspomaganie w przygotowaniu prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego⁶⁹.

Wskazane powyżej czynności maklerskie o charakterze doradczym mają związek głównie ze stroną *sell-side* funkcjonowania rynku giełdowego, ponieważ są one skierowane do emitentów papierów wartościowych. Jednakże kompetencje domów maklerskich w zakresie doradztwa są o wiele szersze i mogą dotyczyć obsługi towarzystw funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych oraz towarzystw emerytalnych. Poprzez bezpośredni kontakt z klientem, domy maklerskie oferują usługi doradcze w zależności od wiedzy klienta dotyczącej funkcjonowania rynków finansowych oraz jego doświadczenia związanego z tymi procesami. Ustalają one również preferencje inwestycyjne klientów, a także ich akceptowalny poziom ryzyka związanego z podejmowaniem danej inwestycji. Rozpoznawszy wszystkie te cechy klientów, doradcy domów maklerskich są w stanie zaoferować usługi wspomagające w procesach inwestycyjnych, związane z wcześniej wspomnianymi: budową portfela inwestycyjnego oraz jego późniejszym zarządzaniem.

W ramach obsługi klienta i oferowania doradztwa inwestycyjnego, domy maklerskie muszą informować klientów o ryzykach związanych z transakcjami. Aspekt ten jest szczególnie silnie pożądanym w przypadku, gdy transakcje nie są dokonywane na rynku regulowanym, gdy dotyczą one tzw. „krótkiej sprzedaży” lub gdy towarzyszy jej dodatkowy rodzaj ryzyka, na przykład związanego z denominacją instrumentu w innej walucie, co pociąga za sobą ryzyko kursowe. Duży nacisk kładzie się na informowanie klientów o poziomie ryzyka w transakcjach lewarowanych⁷⁰, dotyczących głównie instrumentów pochodnych, w których potencjalne straty wynikające z niepożądanych zmian notowań danego instrumentu mogą pociągać nie tylko straty faktycznie zainwestowanego kapitału, ale również mogą skutkować powstaniem dodatkowych zobowiązań wobec domu maklerskiego.

68 I. Pyka, *op. cit.*, s. 182.

69 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie..., art. 69.

70 Transakcji opartych o wykorzystanie długu.

Warto tu zaznaczyć, że prowadzone badania dotyczące wiedzy Polaków w zakresie procesów ekonomicznych oraz funkcjonowania rynków finansowych, wskazują na bardzo niski poziom świadomości i słabe pojmowanie funkcjonowania giełdy. Zgodnie z raportem OECD z 2016 roku, Polska znalazła się na ostatnim – 30 miejscu w badaniu krajów europejskich⁷¹.

W związku z pełnym zarządzaniem portfelem inwestycyjnym klienta, dom maklerski ma obowiązek udostępniania pełnych informacji na temat zmiany stanu portfela oraz dokonywanych na nim operacji. Wszystkie zasady współpracy pomiędzy instytucją a klientem powinny być opisane w umowie. Trzeba tu przypomnieć specyficzne umiejscowienie domów maklerskich w strukturze funkcjonowania rynków finansowych, które sprawia, iż są oni dysponentem wielu informacji o charakterze poufnym, których nie można dystrybuować na szerokim rynku. Oznacza to, że nawet w przypadku powierzenia zadania zarządzania portfelem klienta domowi maklerskiemu, nie może on wykorzystywać tego typu informacji w celu wypracowywania korzyści w interesie klienta. Wykorzystywanie informacji poufnych, czyli tak zwany „insider trading”, jest procesem niedozwolonym zgodnie z art. 181 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁷². Wykorzystywanie informacji o charakterze poufnym znacznie zmniejsza przejrzystość rynku, przez co obniża bezpieczeństwo handlu oraz ogranicza jego rozwój na rynku finansowym. Dlatego też instytucje wykonujące działalność maklerską muszą zachowywać tajemnicę zawodową, zarówno w kwestii otrzymywanych i realizowanych zleceń, stanów rachunków oraz wysokości obrotów, jak i wszelkich innych informacji dotyczących ich klientów. Domy maklerskie powinny również bardzo uważnie monitorować relacje pomiędzy wykonywanymi transakcjami na własny rachunek, ponieważ dokonywanie ich w oparciu o decyzje inwestycyjne swoich klientów również jest zakazane w myśl ustawy.

W tym kontekście oczywiste jest, że również przy opracowywaniu raportów analitycznych oraz rekomendacji giełdowych, domy maklerskie kategorycznie nie powinny wykorzystywać żadnych informacji, które mają charakter poufny lub których posiadanie wynika z powstałych bezpośrednich relacji pomiędzy domem maklerskim a wycenianym przedsiębiorstwem. Wykorzystywanie informacji o charakterze poufnym dodatkowo doprowadza do pogłębiania asymetrii informacyjnej występującej na rynkach finansowych, jak również wprowadza na rynek informacje niemożliwe do zweryfikowania, ponieważ są one wynikiem wykorzystania niejawnych danych. To natomiast doprowadza do zwiększenia niepewności decyzyjnej inwestorów i tworzy groźną sferę obiegu informacji, do której mogą również trafiać informacje niesprawdzone i nieprawdziwe, tym bardziej niewpływające pozytywnie na handel na rynku giełdowym. Z tego powodu ustawodawca

71 Pełne wyniki badań w raportach: *Stan wiedzy i świadomości ekonomicznej Polaków 2015*, oraz OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies 2016.

72 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie..., art. 181.

precyzyjnie określił definicję, zakres oraz zawartość, a także pewne podstawowe standardy przygotowania opracowań, jakimi są rekomendacje giełdowe, w Rozporządzeniu z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców⁷³.

1.4. Dom maklerski instytucją zaufania – etyka maklerska

Zapewnienie wysokich standardów obsługi klientów zarówno w sensie sprawnej realizacji zleceń dotyczących kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, jak również stworzenia odpowiednich standardów bezpieczeństwa zachodzenia wszelkich relacji pomiędzy uczestnikami rynku, to jedno z najważniejszych zadań instytucji nadzoru nad rynkiem finansowym, jak i podmiotów na nich funkcjonujących. Rynek kapitałowy to miejsce, na którym dokonuje się transakcji, często dotyczących bardzo wysokich kwot, co sprawia, iż są one szczególnie narażone na pojawianie się różnych zachowań o charakterze niezgodnym nie tylko z obowiązującymi standardami moralnymi, ale również z kanonem prawa. Rola instytucji, takich jak KNF, jest tutaj ogromna, nie tylko z powodu tego, iż poszczególne zachowania noszące znamiona czynów zakazanych prawnie są niedopuszczalne społecznie i powinny być zwalczane, ale również dlatego, że w ich efekcie rynki finansowe stają się środowiskiem nieprzyjaznym dla inwestorów, co wpływa negatywnie na rozwój rynków kapitałowych i prawidłowy obieg pieniądza pomiędzy przedsiębiorstwami a inwestorami, którzy zostali ze sobą skojarzeni kapitałowo za pośrednictwem tego rynku⁷⁴.

W Polsce, aby uzyskać tytuł maklera lub doradcy inwestycyjnego, należy zdobyć odpowiednie uprawnienia wydawane przez Komisję Nadzoru Finansowego. Otrzymuje się je w przypadku pozytywnego wyniku stosownego egzaminu, który jest organizowany dwa razy w roku. Statystyki rynkowe wskazują, iż uzyskanie wskazanych uprawnień nie jest proste i wymaga szerokiej wiedzy zarówno finansowej, jak i prawnej z zakresu funkcjonowania rynków finansowych. System egzaminów licencyjnych jest bardzo pomocnym mechanizmem utrudniającym dopuszczenie do rynku osób, które nie posiadają dostatecznej wiedzy na temat procesów zachodzących na rynkach kapitałowych oraz tych, które nie mają świadomości

73 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, Dz.U. 2005, nr 206, poz. 1715.

74 M. Bartkowiak, *Etyka zawodowa maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2003, z. 3, s. 145.

na temat znaczenia rynku kapitałowego dla funkcjonowania zdrowej gospodarki wolnorynkowej. Należy tu zaznaczyć, że jednymi z niezbędnych aspektów wiedzy, którą musi posiadać kandydat na doradcę inwestycyjnego bądź maklera, są „Zasady Etyki Zawodowej Maklerów i Doradców”⁷⁵ oraz „Kodeks Dobrej Praktyki Domów Maklerskich”⁷⁶. Kandydaci muszą również ustosunkować się do aspektów etycznych pracy, które są im prezentowane w pytaniach egzaminacyjnych, co odzwierciedla świadomość organów nadzorczych co do konieczności podtrzymywania wysokiego standardu zachowań etycznych przez osoby świadczące usługi maklerskie.

W kontekście rekomendacji maklerskich również zapisy z pozostałych rozdziałów mają zastosowanie przy tworzeniu i dystrybuowaniu tych produktów, stąd kodeks należy rozpatrywać całościowo, aby mieć pełny i prawidłowy obraz kanonu zasad zachowań maklerów i doradców.

Maklerzy przede wszystkim powinni przestrzegać wszystkich przepisów dotyczących rynku kapitałowego i obrotu papierami wartościowymi. Ponadto ich moralnym obowiązkiem jest stworzenie warunków sprzyjających powszechnemu i równemu dostępowi do publicznych informacji, a także powinni oni umożliwiać dokonywanie transakcji na jednakowych warunkach przez wszystkich uczestników rynku. W korespondencji z tymi zasadami kodeks oczywiście zaznacza, że działaniami niedozwolonymi są ujawnianie oraz wykorzystywanie informacji poufnych, jak również manipulacje cenami instrumentów finansowych. Odnosząc się bezpośrednio do rekomendacji, są to bardzo ważne aspekty, ponieważ w teorii makler sporządzający wycenę danej spółki mógłby wykorzystywać informacje pozyskane drogą wewnętrzną, która nie jest oficjalna i zgodna z wymogami informacyjnymi narzucanymi przez KNF. W takiej sytuacji sporządzane raporty narażone są na krytykę ze względu na brak możliwości ich weryfikacji, która pogłębia niepełność rynkową i zachęca do spekulacji⁷⁷.

Kodeks etyczny porusza również szereg kwestii związanych z relacją pomiędzy pracownikiem a pracodawcą. W tym zakresie przede wszystkim podkreśla się, iż makler nie powinien wykorzystywać miejsca pracy do działań na własny rachunek, a także nie powinien prowadzić działalności konkurencyjnej bez wiedzy i zgody pracodawcy. Powinien też bezwzględnie powiadamiać go o ewentualnych konfliktach interesów, które mogą pojawiać się w trakcie jego pracy. Oczywiście nie powinien on również poprzez swoje zachowania narażać na utratę dobrego imienia swojego pracodawcy. W zestawie tych kilku zasad szczególnie istotna wydaje się ta, związana z konfliktami interesów, które są szeroko omawianym zagadnieniem w kontekście rekomendacji giełdowych. Istnieje szereg badań traktujących o tym problemie i o tym, jak wpływa on na jakość rekomendacji giełdowych

75 Zasady etyki zawodowej maklerów i doradców, stan na 18.10.2014.

76 Kodeks Dobrej Praktyki Domów Maklerskich, stan na 18.10.2014.

77 Zasady etyki...

oraz ich odbiór przez inwestorów. Autorzy owych badań wskazują, że problem ten wpływa negatywnie na jakość i obiektywizm wykonywanych rekomendacji, które mogą doprowadzić do zniekształcenia procesów inwestycyjnych osób, które wykorzystują te opracowania. Warto zwrócić uwagę, że konflikt interesów może mieć związek zarówno bezpośrednio z maklerem bądź doradcą wykonującym rekomendacje, jak również z ich pracodawcą, który z powodu własnych relacji z przedsiębiorstwami lub innymi firmami inwestycyjnymi może wywierać naciski na osoby wykonujące raporty i analizy, w taki sposób, aby były one bardziej przychylne dla ocenianych firm bądź instytucji związanych bezpośrednio z domem maklerskim⁷⁸. Nie oznacza to jednak, że wskazane negatywne zjawiska są często obserwowane i doprowadzają do wypaczenia całego rynku rekomendacji giełdowych. Autorzy, którzy badali konflikty interesów, wykorzystywali bardzo precyzyjnie określone przypadki, które wskazywały na występowanie wymienionych problemów o charakterze strukturalnym bądź personalnym.

W relacjach z klientem, makler powinien przede wszystkim działać w jego jak najlepszym interesie, dbając o pełen zasób informacji i mając na uwadze, iż transakcje na rzecz klientów zawsze powinny mieć pierwszeństwo przed tymi, wykonywanymi na swój własny rachunek. Makler z jednej strony powinien starać się jak najlepiej poznać klienta oraz jego potrzeby i preferencje, z drugiej zaś dbać o ochronę tych informacji i nie ujawnianie ich osobom nieuprawnionym. Także w tym przypadku, podobnie jak w relacjach z pracodawcą, powinien ujawniać wszystkie konflikty interesów, które występują w ramach podejmowanych czynności. W myśl zapisów kodeksu, niedopuszczalne jest realizowanie niesłuszných interesów, czy też jakakolwiek dyskryminacja klientów. Zakazane jest również wykorzystywanie aktywów klientów dla osiągania własnych korzyści. Ma to również związek z wykorzystywaniem informacji co do transakcji dokonywanych przez klientów, w celu dokonania transakcji na własny rachunek. Oczywisty jest również zakaz ujawniania i wykorzystywania tajemnicy zawodowej do własnych celów. Dbłość o interesy klienta jest wartością nadrzędną w świadczeniu usług przez maklera, co oczywiście bezpośrednio przekłada się na wykonywanie i dystrybuowanie wycen i rekomendacji. Makler powinien dążyć wszelkimi staraniami, aby przekazywany osąd na temat danego papieru wartościowego/spółki, był wykonany w najlepszy możliwy sposób i dostarczał klientowi rzetelnych i czytelnych informacji wspomagających jego proces decyzyjny. Niedopuszczalne jest, żeby rekomendacje maklerskie za główny cel miały wprowadzanie klientów w błąd, aby

78 Patrz przykładowo: B. Rountree, *Discussion of Behavioural Bias and Conflicts of Interest in Analyst Stock Recommendations*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2009, vol. 36, no. 3 & 4, s. 419–423 lub E. Devos, *Are Analysts' Recommendations for Other Investment Banks Biased?*, „Financial Management” 2014, vol. 43, no. 2, s. 327–353.

ci dokonywali transakcji, które pozwolą na osiągnięcie korzyści przez domy maklerskie lub inne instytucje inwestycyjne uprawnione do wystawiania takich osądów⁷⁹.

W relacjach koleżeńskich maklerzy i doradcy powinni upominać swoich kolegów, w przypadku zauważenia działań nieetycznych i powinni stwarzać atmosferę sprzyjającą przestrzeganiu etyki zawodowej. Działanie to powinno opierać się na wzajemnej lojalności oraz przestrzeganiu umówionych zasad. Wspólnym celem o charakterze moralnym jest zachowanie się w taki sposób, aby podtrzymywać wysoki standard etyczny i ekskluzywność zawodu⁸⁰.

W taki sposób można przedstawić przełożenie ogólnych zasad oraz tych niebezpośrednio związanych z rekomendacjami giełdowymi, właśnie na proces ich tworzenia oraz dystrybucji dla klienta. Odnosząc się jednak do rozdziału czwartego Kodeksu Etyki Maklerów i Doradców, który w bezpośredni sposób dotyczy raportów badawczych rekomendacji inwestycyjnych oraz publikacji o innym charakterze, należy przytoczyć kilka podstawowych zasad, które powinny być przestrzegane podczas tworzenia takich raportów. Przede wszystkim osoby wykonujące takie opracowania powinny zachować maksymalny obiektywizm i racjonalność w podejmowanych osądach, które to powinny być poparte odpowiednimi analizami i badaniami. Wszelkiego rodzaju procesy powinny być wykonywane z maksymalną starannością i sumiennością. Również bardzo istotne jest, aby w rekomendacjach bardzo czytelnie oddzielić sferę faktów od sfery ocen i opinii⁸¹.

Maklerzy powinni dążyć do takiego konstruowania rekomendacji, który pozwoli ich odbiorcom w jak najlepszy, najbardziej obiektywny i pozbawiony ryzyka mylnego odczytania zawartych w nim treści, sposób odczytać zawarty w nich przekaz. Z tego powodu należy wyraźnie zaznaczyć, jakie materiały zostały wykorzystane do sporządzenia danej wyceny, a także jakie metody zastosował analityk podczas jej wykonywania. Osobnymi elementami, które powinny być wyszczególnione, są czynniki ryzyka towarzyszące zaprezentowanym osądom oraz decyzje, które można podjąć na ich podstawie. Zarówno w momencie wykonywania, jak i prezentowania raportów lub rekomendacji, maklerzy zawsze powinni widzieć interes osób, do których są one kierowane, jako nadrzędny. Ważne jest, aby w kontaktach z mediami maklerzy i doradcy zachowywali dbałość o godność zawodu, rzetelny przekaz, a także stosowny poziom merytoryczny, przy równoczesnym zachowaniu rozsądku i umiarkowania w wypowiedzi. Kodeks określa również, że maklerzy i doradcy nie powinni przyjmować żadnych dodatkowych świadczeń na tyle wartościowych, że mogłyby one mieć wpływ na obiektywizm wykonywanych opracowań oraz rekomendacji. Jednakże w tym punkcie kodeks pozostawia pewną dozę nieścisłości, ponieważ nie zakazuje całkowicie przyjmowania jakichkolwiek świadczeń, lecz dopuszcza możliwość zaakceptowania pewnych подарunków

79 Zasady etyki...

80 *Ibidem*.

81 *Ibidem*.

o relatywnie niskiej wartości, jeżeli nie mają one wpływu na jego obiektywizm. Należy jednak zastanowić się, czy zapis ten nie jest zbyt płynny i czy nie jest to łatwy do zinterpretowania sposób otwierający drogę do działań korupcyjnych, ze względu na brak precyzji wartości przyjmowanych prezentów oraz innych świadczeń, lub poprzez brak całkowitego zakazu uzyskiwania takich dodatkowych korzyści⁸².

1.5. Rekomendacja giełdowa jako produkt domu maklerskiego

Rekomendacja giełdowa wystawiona przez dom maklerski jest pewnego rodzaju opinią, stanowiskiem analityka wobec sytuacji oraz przyszłości wycenianej spółki⁸³. Podstawowym powodem sporządzania tego typu opracowań jest wspomaganie procesów decyzyjnych inwestorów, którzy są odbiorcami tego produktu. Analitycy wykonują je na podstawie szeregu szczegółowych badań na temat danej spółki, próbując określić jej przyszłość w założonym horyzoncie, ze szczególnym naciskiem na perspektywę zmiany ceny akcji reprezentujących dane przedsiębiorstwo. Ze względu na fakt, iż rekomendacje są sporządzane przez osoby do tego uprawnione, czyli legitymujące się odpowiednim wykształceniem, wiedzą oraz doświadczeniem w zakresie wyceny przedsiębiorstw oraz rynków kapitałowych, można przyjąć, iż stanowią one wartościowe źródło informacji, przydatne w podejmowaniu decyzji co do lokowania kapitału.

Polskie ustawodawstwo w sposób szczegółowy określa zarówno definicję rekomendacji giełdowej, a także jej zawartość oraz pewne wytyczne na temat jej przygotowywania oraz dystrybucji. Wynika to z faktu, iż organy nadzorcze są świadome potencjalnego wpływu takich opracowań na decyzje inwestorów, których interesy należy chronić. Określenie zakresu oraz standardów wykonywania rekomendacji ma na celu poprawę bezpieczeństwa obrotu na rynku giełdowym. Ponadto formalne określenie reguł dotyczących wykonywania rekomendacji pozwala na skuteczniejszą ich kontrolę oraz egzekwowanie konsekwencji w przypadku wystąpienia nadużyć. Przepisy dotyczące rekomendacji zostały ujęte w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Paragraf 3 niniejszego rozporządzenia stanowi, że: „Rekomendacjami są raporty, analizy lub innego rodzaju informacje, zalecające lub sugerujące,

82 *Ibidem*.

83 Rekomendacje maklerskie mogą dotyczyć również innych instrumentów finansowych lub też całych sektorów. Jednak z punktu widzenia prowadzonych rozważań tego typu raporty nie będą opisywane.

bezpośrednio lub pośrednio, określone zachowania inwestycyjne co do jednego lub kilku instrumentów finansowych lub emitenta instrumentów finansowych, w tym opinie odnoszące się do bieżącej lub przyszłej wartości lub ceny instrumentów finansowych”⁸⁴.

Zgodnie z powyższymi zapisami definicja rekomendacji jest bardzo szeroka i obejmuje wszelkiego rodzaju opracowania, które mają sugestywny wydźwięk względem dokonywania transakcji dotyczących instrumentów finansowych. Ustawodawca określa również, że twórcą rekomendacji może być: „niezależny analityk, firma rekomendująca, instytucja kredytowa lub inny podmiot, którego podstawowym przedmiotem działalności jest sporządzanie rekomendacji, lub osoba fizyczna zatrudniona w takich podmiotach lub będąca z takimi podmiotami w stosunku zlecenia, lub w innym stosunku prawnym o podobnym charakterze, jeśli zawiera informacje stanowiące bezpośrednie lub pośrednie zalecenia lub sugestie podjęcia określonych działań inwestycyjnych w odniesieniu do określonych instrumentów finansowych lub emitenta instrumentów finansowych”⁸⁵.

Zapisy rozporządzenia zawierają informację, że rekomendacje mogą być również sporządzane przez podmioty inne niż te wymienione w sposób szczegółowy, pod warunkiem, że wykonywane przez nich opracowania dotyczące danych instrumentów finansowych zawierają informacje stanowiące bezpośrednie zalecenia do wykonania określonych działań inwestycyjnych względem tychże instrumentów.

W literaturze często wyróżnia się dwa typy rekomendacji, ze względu na źródło ich pochodzenia oraz ich grupę docelową. Według tego kryterium rozróżniamy rekomendacje typu *sell-side* i *buy-side*. Poprzez rekomendacje typu *sell-side* rozumie się opracowania przygotowywane przez tak zwaną stronę sprzedawczą. Opracowania są wykonywane zazwyczaj przez biura maklerskie, a odbiorcami są ich klienci, tak indywidualni, jak instytucjonalni. Ich źródło jest po stronie *sell-side*, a głównym zadaniem jest zwiększenie obrotów biura maklerskiego oraz zwiększenie jego dochodów pochodzących z uzyskiwanych prowizji za obsługę transakcji. Z drugiej strony, rekomendacje typu *buy-side* reprezentują poglądy i wyceny analityków pracujących od strony popytowej, to znaczy na rzecz przedsiębiorstw zajmujących się inwestowaniem, takich jak fundusze ubezpieczeniowe, emerytalne czy inwestycyjne. Ich zadaniem jest wspieranie procesów decyzyjnych, towarzyszących tworzeniu portfeli inwestycyjnych⁸⁶.

Można również wyróżnić trzecią grupę wykonującą rekomendacje, którą są niezależni analitycy. Nie są oni związani z żadną firmą oferującą akcje przedsiębiorstwa, tak jak domy maklerskie, ani z żadną firmą zarządzającą portfelem inwestycyjnym, jak ma to miejsce w różnego rodzaju funduszach. Wykonywane przez nich opracowania służą jako niezależny produkt dla osób zainteresowanych,

84 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji...

85 *Ibidem*.

86 B. Prusak, *Wielokryterialna analiza rekomendacji giełdowych*, CeDeWu, Warszawa 2015.

niezależnie od ich umiejscowienia na rynku finansowym. Dystrybucja opracowania o charakterze niezależnym zazwyczaj odbywa się za pośrednictwem kanałów teleinformatycznych, do których dostęp mają osoby, które wykupiły stosowne subskrypcje.

Badania dotyczące skuteczności rekomendacji giełdowych również odnoszą się do kwestii podmiotów wykonujących. Istnieją przesłanki wywołujące specyficzne skrzywienia osądów umieszczonych w wycenach, związane z położeniem analityka wykonującego raport. W przypadku rekomendacji *sell-side*, możemy mieć do czynienia z tendencją do zbyt optymistycznych stanowisk dotyczących przyszłości danych podmiotów, która jest wywołana chęcią pozyskania większej ilości zleceń kupna, które będą przekładały się na dodatkowe przychody z prowizji dla domów maklerskich⁸⁷. Efekt ten może być mniej zauważalny w przypadku rynków, na których dozwolona jest tzw. krótka sprzedaż, czyli możliwość dokonania transakcji sprzedaży instrumentu finansowego przez inwestora, który fizycznie nie posiada danego waloru, lecz na czas trwania otwartej pozycji transakcyjnej może wypożyczać go od instytucji, która obsługuje jego zlecenia, licząc na to, iż w przyszłości odkupi dany papier wartościowy po niższej cenie, osiągając w ten sposób zyski. W przypadku występowania rozbudowanego mechanizmu krótkiej sprzedaży na danej giełdzie, istnieje znacznie mniejsze ryzyko tego, że wystawianie zbyt dużej ilości rekomendacji z wydźwiękiem negatywnym spowoduje zmniejszenie ilości przyjmowanych zleceń. Z drugiej strony, analitycy pracujący bezpośrednio dla instytucji zainteresowanych kupnem papierów wartościowych, zdają się mieć tendencje do wystawiania rekomendacji zniekształconych poprzez zbyt pesymistyczne postrzeganie rzeczywistości. Powodem takiej sytuacji jest chęć zachowania maksymalnego stopnia ostrożności w dobieraniu walorów do portfela inwestycyjnego w celu ochrony interesów klientów danego funduszu⁸⁸. Badania wskazują ostatecznie, że rekomendacje najbardziej trafne w swoich przewidywaniach są wystawiane przez analityków niezależnych, którzy nie są zobligowani żadnym odgórnym interesem którejs ze stron transakcji do wystawiania rekomendacji, które moglibyśmy określić jako tendencyjne⁸⁹.

Rekomendacje strony sprzedażowej oraz strony kupującej w swoich specyfikacjach znacznie różnią się od siebie pod wieloma względami⁹⁰.

87 Buczek S., *Efektywność informacyjna rynków akcji*, Szkoła Główna Handlowa Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2005, s. 15.

88 B. Groysberg, P. Healy, G. Serafeim, D. Shanthikumar, *The stock selection performance of buy-side analysts*, „Management Science” 2013, vol. 59, no. 5, s. 1062–1075.

89 Porównaj z: R. Wanyama, S. Melo, *A Survey on Analysts' Stock Recommendations: Are They Really Useful?*, „University of Neuchatel Working Paper” 2008, December, s. 1–12.

90 B. Groysberg, P. Healy, D. Chapman, D. Shanthikumar, Y. Gui, *Do buy-side analysts out-perform the sell-side?*, „Harvard Working Paper” 2007, March, s. 6–13.

- 1) **Zakres i skala publikacji.** Rekomendacje sprzedażowe wykonywane są przez biura maklerskie, zatrudniające często duże zespoły analityków, dlatego są oni w stanie ze znacznie większą częstotliwością opracowywać raporty dotyczące wycen spółek, a także dokonywać ich aktualizacji, niż ma to miejsce w przypadku rekomendacji strony kupującej. Mają oni zazwyczaj węższą specjalizację i w bardziej obszerny sposób opracowują raporty dotyczące konkretnych spółek, uzupełniając je również o analizy branżowe. Należy również zaznaczyć, że zakres i zawartość rekomendacji typu *sell-side* w polskim prawie został określony w podstawowym stopniu w Rozporządzeniu z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców⁹¹. Proces dystrybucji rekomendacji z tej grupy jest również odmienny i znacznie szerszy niż w przypadku rekomendacji *buy-side*. Biorąc pod uwagę cel wykonywania niniejszych analiz, oczywiste jest, że instytucjom zależy, aby docierały one do jak najszerzej rzeszy inwestorów. Rekomendacje *buy-side* są natomiast wykonywane przez wyspecjalizowane działy analityczne instytucji zajmujących się inwestowaniem. Raporty wykonywane są w mniejszych ilościach i z nastawieniem na wykorzystanie wewnątrz organizacji. Dlatego ich zawartość nie jest standaryzowana i nie musi być tak rozbudowana jak w przypadku rekomendacji *sell-side*. Zarówno zakres, jak i zawartość w tym przypadku nie są regulowane aktami prawnymi.
- 2) **Źródła informacji.** Domy maklerskie, jako podmioty, które często obsługują przedsiębiorstwa w zakresie emisji papierów wartościowych, ale również doradzają im w kategoriach kapitałowych, znacznie częściej komunikują się z osobami, które mogą bezpośrednio z przedsiębiorstwa dostarczyć istotne informacje na temat jego funkcjonowania. Mogą to być inni analitycy, dyrektorzy operacyjni bądź osoby odpowiedzialne za sprzedaż, czy też ważni klienci danego przedsiębiorstwa. Badania ankietowe przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych wskazują, że analitycy domów maklerskich często spotykają się z przedstawicielami wycenianych przedsiębiorstw i mają ułatwiony dostęp do danych wewnętrznych pochodzących bezpośrednio z firm (oczywiście z zachowaniem wszelkich przepisów prawa dotyczących poufności informacji). Dlatego też osoby wyceniające przedsiębiorstwa od strony *sell-side* często dysponują pełniejszymi informacjami niż analitycy, którzy wyceniają spółki jako osoby całkowicie spoza organizacji. Analitycy *buy-side* często muszą wykorzystywać informacje pośrednie, przetworzone w formie raportów, nierzadko niekompletne lub przedstawione w formie nieadekwatnej do przeprowadzonego procesu wyceny⁹². Nie oznacza to jednak, że są oni pozbawieni możliwości kontaktu z wycenianymi podmiotami,

91 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji...

92 *Ibidem*.

ponieważ mogą oni realizować swoje prawa w zakresie dostępu do informacji o podmiotach giełdowych.

- 3) **Rozpowszechnianie raportów.** Opracowania strony *sell-side* zazwyczaj trafiają do szerokiej grupy kupujących, często są dystrybuowane także poza grupę klientów domu maklerskiego. Jednakże, zgodnie z wewnętrzną polityką każdej instytucji rekomendującej, mogą one być w pierwszej kolejności dystrybuowane dla własnych klientów – odpłatnie lub nie, a następnie są przekazywane szerszej grupie odbiorców z opóźnieniem. Zabieg ten ma na celu umożliwienie własnym klientom domu maklerskiego szybsze zapoznanie się ze stanowiskiem instytucji na temat danej spółki oraz zajęcia stosownej pozycji inwestycyjnej. Następnie dom maklerski upowszechnia stworzony osąd poza zamknięte grono swoich klientów, większej ilości inwestorów, którzy na jego podstawie mogą wykonać analogiczne transakcje. W przypadku rekomendacji *buy-side* analizy nie są udostępniane poza instytucję, która zleciła wykonanie danej wyceny. Nieupublicznianie własnych osądów nie wywołuje nagłych i gwałtownych ruchów popytowych, które uniemożliwiają w dużym stopniu osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu, poprzez dokonanie inwestycji zgodnej z informacjami zawartymi w rekomendacji⁹³.
- 4) **Grupa docelowa.** Rekomendacje *sell-side* są adresowane zarówno do klientów indywidualnych, jak i instytucjonalnych, które korzystają z usług danego domu maklerskiego. Głównym celem takich opracowań jest dostarczenie impulsów popytowych, dlatego ten typ rekomendacji jest bardziej narażony na przesadny optymizm w analizach. Dodatkowo raporty mogą dotyczyć przede wszystkim spółek generujących duży obrót rynkowy lub w przypadku emisji nowych papierów wartościowych, spółki obsługiwanej przez dany dom maklerski, niekoniecznie zaś podmiotów najbardziej atrakcyjnych na rynku w danym momencie. Rekomendacje *buy-side* są bardziej selektywne i zazwyczaj odzwierciedlają pewną z góry założoną strategię danej instytucji inwestycyjnej, na przykład poprzez analizowanie wielu podmiotów konkretnego sektora, którym jest zainteresowana dana firma inwestycyjna. W tym przypadku także kryterium płynności rynkowej wycenianego podmiotu nie jest tak istotne, jak przy rekomendacjach *sell-side*, ponieważ fundusze zazwyczaj nastawione są na inwestycje o dłuższym horyzoncie czasowym, a także częściej wybierają podmioty mniejsze, ze względu na ich wyższy potencjał rozwojowy niż w przypadku podmiotów dużych i już silnie rozwiniętych⁹⁴.

93 *Ibidem*.

94 *Ibidem*.

5) Wynagrodzenie. Wynagrodzenie osób sporządzających rekomendacje *sell-side* może być w znacznym stopniu uzależnione od obrotów biura maklerskiego. Popularnym modelem płacy dla tej grupy zawodowej jest stała podstawa + premia uzależniona od wyników⁹⁵. Taki sposób wynagradzania z oczywistych względów zachęca do podejmowania działań zwiększających obroty instytucji, w której zatrudniony jest dany makler, co tym bardziej może mieć wpływ na występowanie nadmiernego optymizmu w wydawanych osądach na temat rekomendowanych spółek. Natomiast osoby zajmujące się wyceną po stronie *buy-side* są raczej wynagradzane w sposób stały za wykonywaną pracę wspomagającą podejmowanie decyzji inwestycyjnych. W tym przypadku równie istotne jak zidentyfikowanie podmiotu o dużym potencjale zysku, jest wykrywanie inwestycji potencjalnie stratnych⁹⁶.

Innym kryterium podziału rekomendacji giełdowych jest sugerowany rodzaj zlecenia dotyczącego danego instrumentu. Kryterium to jest ściśle związane z uzyskanym efektem wyceny oraz wynikającej z niego perspektywy co do przyszłych zmian ceny danego waloru. Jednym z podstawowych elementów wykonywanych raportów jest zawarta w nich cena docelowa w założonym horyzoncie, a także komunikat wskazujący na typ zlecenia, jaki należy wykonać w związku z wynikiem opracowania⁹⁷. Należy się tu spodziewać jednego z trzech możliwych wydzźwięków wyceny: zachęty do kupna, sprzedaży lub nie podejmowania żadnych decyzji inwestycyjnych. Inaczej możemy określić je jako wydzźwięk pozytywny, negatywny bądź neutralny. Niestety nie istnieją jednak precyzyjne normy narzucające ogólną nomenklaturę oraz związek pomiędzy ceną docelową a towarzyszącemu jej komunikatowi. Skutkuje to indywidualną polityką w zakresie stosowanych komunikatów każdego podmiotu wykonującego rekomendacje. Rynek nie wypracował w tej kwestii jednolitych standardów, które mogłyby ułatwić klientom interpretację rekomendacji pochodzących z różnych źródeł, ale dotyczących tych samych podmiotów. Skutkiem braku tych regulacji jest zmniejszona przejrzystość komunikatów pochodzących z rekomendacji przy analizie porównawczej raportów pochodzących z różnych instytucji. Podstawowym problemem jest brak skorelowanej polityki pomiędzy zakładaną zmianą ceny danego papieru wartościowego a wystawioną do niej sugestią transakcyjną. Należy tu zaznaczyć, że w warunkach polskich mamy do czynienia z 3-stopniową lub 5-stopniową skalą ocen w rekomendacjach.

95 Mowa tu zarówno o wynikach biura maklerskiego (szczególnie w kontekście obsługi IPO), jak i wynikach indywidualnych danego pracownika DM.

96 *Ibidem*.

97 B. Prusak, *Wielokryterialna...*, s. 20.

Przykładowo Dom Maklerski Banku PKO BP stosuje następujące zasady⁹⁸:

- rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjału wzrostu kursu,
- rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%,
- rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu.

Dom Maklerski Banku BZ WBK kryteria sugestii transakcyjnych opisuje następująco⁹⁹:

- rekomendacja KUPUJ – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 15% w ciągu dwunastu miesięcy,
- rekomendacja TRZYMAJ – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0 do 15% w ciągu dwunastu miesięcy,
- rekomendacja SPRZEDAJ – całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu dwunastu miesięcy.

Domy maklerskie PKO BP oraz BZ WBK stosują trzy grupy komunikatów: KUPUJ, TRZYMAJ oraz SPRZEDAJ, jednakże w różny sposób określają one kryteria wystawiania poszczególnych ocen. Wiele instytucji jednak stosuje inne sposoby grupowania komunikatów transakcyjnych, niż wskazane powyżej. Przykładowo Dom Maklerski mBanku wykorzystuje nomenklaturę jak niżej¹⁰⁰:

- rekomendacja KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%,
- rekomendacja AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5 do +15%,
- rekomendacja TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od –5 do +5%,
- rekomendacja REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od –15 do –5%,
- rekomendacja SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Należy zauważyć, że obecnie na rynku zarejestrowanych jest 48 firm inwestycyjnych i domów maklerskich, które mogą wykonywać rekomendacje dla papierów wartościowych¹⁰¹. Każdy z nich charakteryzuje się własną polityką w zakresie stosowanej nomenklatury oraz sposobu wnioskowania z otrzymanych wycen. W nie-

98 Rekomendacja Domu Maklerskiego Banku PKO BP dotycząca spółki Forte. Data wykonania 22 lipca 2016.

99 Rekomendacja Domu Maklerskiego Banku BZWBK dotycząca spółki Alior Bank. Data wykonania 27 czerwca 2016.

100 Rekomendacja Domu Maklerskiego Banku mBank dotycząca spółki CD Project. Data wykonania 26 stycznia 2017.

101 http://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynk_u_kapitalowego/domy_maklerskie [dostęp: 14.07.2017].

których przypadkach zasady przepisywania zaleceń transakcyjnych są określone w sposób płynny, jak w przypadku Domu Maklerskiego BDM, który nie wskazuje na widelki i zmiany ceny determinujące konkretny rodzaj komunikatu¹⁰²:

- rekomendacja KUPUJ – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową,
- rekomendacja AKUMULUJ – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową,
- rekomendacja TRZYMAJ – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej,
- rekomendacja REDUKUJ – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej,
- rekomendacja SPRZEDAJ – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

W zebranej próbie badawczej zawierającej rekomendacje wszystkich zarejestrowanych w Polsce domów maklerskich, jak również pochodzących z podmiotów zagranicznych, które podejmowały wyceny spółek z Warszawskiej Giełdy, odnotowano łącznie 24 różne typy komunikatów stosowane przez powyższe instytucje w celu określenia zalecenia inwestycyjnego.

Tabela 1.1. Typy rekomendacji wystawiane przez zarejestrowane przez KNF podmioty świadczące usługi maklerskie

Typy rekomendacji		
Pozytywne	Neutralne	Negatywne
akumuluj	neutralnie	gorzej niż rynek
dodawaj	równoważ	niedoważaj
kupuj	tak jak rynek	poniżej rynku
lepiej niż rynek	trzymaj	realizuj zysk
ponad rynek	wycena	redukuj
powyżej rynku	zgodnie z rynkiem	spekulacyjnie sprzedaj
przeważaj		sprzedaj
spekulacyjnie kupuj		trzymaj się z daleka
zdecydowanie kupuj		unikaj

Źródło: opracowanie własne.

102 Rekomendacja Domu Maklerskiego BDM dotycząca spółki Agora. Data wykonania 13 marca 2017.

Trzeba tu również zaznaczyć, że problem niejednolitej nomenklatury nie jest jedynym, który występuje w przypadku porównywania ze sobą raportów pochodzących z różnych instytucji. Bardzo istotną kwestią jest niespójność dotycząca zakresu widełek zmian cenowych, determinujących konkretne zalecenia inwestycyjne¹⁰³. Skrajnymi przykładami mogą tutaj być: rekomendacja Domu Maklerskiego UniCredit dotycząca spółki Getin Nobel Bank, rekomendująca kupno walorów spółki przy zakładanej zmianie ceny na poziomie -35% ¹⁰⁴ i rekomendacja neutralna papierów ABG Spin wystawiona w marcu 2000 przez dom maklerski Raiffeisen, w której zakładano spadek ceny na poziomie 21% ¹⁰⁵.

W literaturze stosuje się również inne podziały rekomendacji. Godnym zaznaczenia jest podział względem kolejności ich wydawania. W tym przypadku różniamy dwa typy rekomendacji: wystawiane po raz pierwszy oraz aktualizacje¹⁰⁶. Pierwszy typ, ze względu na dużą ilość podmiotów oceniających oraz relatywnie wolno powiększający się katalog spółek giełdowych, jest coraz rzadziej spotykany w przypadku rekomendacji maklerskich. Aktualizacje rekomendacji są zazwyczaj związane z pojawieniem się nowych, istotnych danych finansowych, które mają wpływ na przyszłą wartość spółki. Często mają one związek z opublikowaniem nowych raportów okresowych przedsiębiorstwa lub też ze znaczącymi komunikatami bieżącymi, związanymi na przykład z nowymi kluczowymi kontraktami.

W literaturze amerykańskiej również spotykany jest podział na rekomendacje renomowanych instytucji oraz tzw. *spam recommendations*, które są tworzone często przez firmy typowo sprzedażowe, o opinii znacząco odbiegającej negatywnie od domów maklerskich. Są one dystrybuowane w sposób hurtowy, często za pośrednictwem Internetu, do szerokiej rzeszy odbiorców, w celu zachęcenia ich do dokonania inwestycji giełdowych. Badania wskazują, że mimo wątpliwej jakości wyceny oraz nierenomowanego źródła pochodzenia, takie opracowania również wpływają na zachowania inwestorów¹⁰⁷.

103 J. Keller, R. Pastusiak, *Rekomendacje inwestycyjne a realia gospodarcze: nadmierny optymizm wśród analityków giełdowych*, „*Ekonomista*” 2016, t. 6, s. 910–920.

104 Rekomendacja Domu Maklerskiego UniCredit dotycząca spółki Getin Nobel Bank. Data wykonania 9 grudnia 2013.

105 Rekomendacja Domu Maklerskiego Banku Raiffeisen dotycząca spółki ABG Spin. Data wykonania 26 marca 2000.

106 B. Prusak, *Wielokryterialna...*, s. 22.

107 K. Nelson, R. Price, B. Rountree, *Are Individual Investors Influenced by the Optimism and Credibility of Stock Spam Recommendations?*, „*Journal of Business Finance & Accounting*” 2013, vol. 40, no. 9 & 10, s. 1155–1183.

1.6. Zawartość rekomendacji giełdowych oraz metody wycen w nich wykorzystywane

Pomijając aspekt indywidualnych interesów różnych podmiotów sporządzających rekomendacje giełdowe, podstawowym celem wykonywania takich opracowań jest ustalenie wartości analizowanego przedsiębiorstwa, w pewnym założonym horyzoncie czasu. Oznacza to, że niezależnie od narzuconych norm, standardów oraz przyjętych metod analitycznych, powinny one dążyć do uzyskania informacji na temat przyszłej ceny wycenianej firmy. Oczywiście jest jednak, że w zależności od dalszego wykorzystania wykonanych opracowań oraz grupy docelowej rekomendacji i zawartości, forma jest różna. Zgodnie z polskim prawem rekomendacje, które są wykonywane na potrzeby szerokiej dystrybucji poza organy decyzyjne instytucji wykonującej raport, czyli raporty typu *sell-side*, muszą spełniać określone wymagania co do ich treści.

Przed wszystkim wykonywana analiza musi zawierać informacje dotyczące podmiotu, który jest odpowiedzialny za jej sporządzenie. Zgodnie z § 4.1 i 4.2 rekomendacja musi zawierać nazwę firmy oraz adres jej siedziby. Dodatkowo w opracowaniu powinno być umieszczone imię i nazwisko osoby odpowiedzialnej za rekomendację, z uwzględnieniem jej tytułu zawodowego, ze szczególnym uwzględnieniem posiadanego tytułu maklera Papierów Wartościowych czy też doradcy inwestycyjnego. Ponadto, jeżeli podmiotem odpowiedzialnym za rekomendację jest firma kredytowa, w jej treści należy podać nazwę podmiotu sprawującego nad nią nadzór¹⁰⁸.

Następnie, podmiot odpowiedzialny za rekomendację musi ujawnić w jej treści datę jej wykonania, a także grupę docelową jej odbiorców. Bardzo istotnym elementem jest zamieszczenie odpowiednich wyjaśnień wszystkich elementów metodologicznych, które zostały wykorzystane podczas sporządzania wyceny oraz objaśnienia terminologii, która została zawarta w opracowaniu, jeżeli jest ona uznana za język fachowy i mogłaby stanowić element niezrozumiały dla odbiorcy. Trzeba mieć na uwadze, że rekomendacje typu *sell-side* nie są kierowane tylko i wyłącznie do osób, które posiadają wykształcenie kierunkowe związane z rynkami kapitałowymi. Należy więc przyjąć, że głównym odbiorcą takich opracowań są osoby, które nie są w stanie same przeprowadzić procesu wyceny, dlatego sięgają po fachowe opracowania, wykonane przez analityków legitymizujących się stosowną wiedzą oraz doświadczeniem. Tym bardziej więc rekomendacje wykonywane przez domy maklerskie powinny być napisane językiem maksymalnie przystępnym i zrozumiałym.

108 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji..., § 4.1–4.2.

W celu ułatwienia identyfikacji zmian w wycenach danej firmy przez rekomendujące instytucje, prawodawca nakazuje również umieszczenie wykazu rekomendacji dotyczących danego instrumentu, które były wykonane w ciągu ostatnich 6 miesięcy. Spis ten w szczególności musi zawierać ustaloną każdorazowo cenę docelową oraz informację na temat pułapów cenowych, przy których dana instytucja rekomendująca zalecała określone zachowania inwestycyjne. Należy również wskazać termin ważności wykonanej analizy. Prawodawca narzuca również konieczność umieszczenia informacji na temat słabych i silnych stron wykorzystanych narzędzi analitycznych, w celu umożliwienia adresatowi raportu oceny ryzyka inwestycyjnego związanego z danym instrumentem oraz wykonaną rekomendacją¹⁰⁹.

Prawodawca wymusza także na twórcy rekomendacji zawarcie klauzuli, iż została ona wykonana z należytą starannością oraz rzetelnością. Konieczne jest również określenie, czy i w jakim zakresie rekomendujący ponosi odpowiedzialność za działania związane z rekomendacją¹¹⁰. Działanie to ma na celu zwiększenie bezpieczeństwa i komfortu odbiorców rekomendacji, poprzez jasne i formalne określenie zakresu odpowiedzialności instytucji wykonującej dane opracowanie w odniesieniu do jego treści i zawartych w nim ocen. Niestety jednak w praktyce podmioty sporządzające rekomendacje, mając świadomość ewentualnej odpowiedzialności procesowej w związku ze stratami, które mógłby ponieść klient w odniesieniu do nieprawidłowej wyceny lub jej interpretacji, umieszczają wymaganą przez ustawodawcę klauzulę, praktycznie zawsze zaznaczając, że nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za ewentualne straty wynikłe z wykorzystania rekomendacji. Przykładowo, DM Banku PKO BP nakazaną klauzulę ujmuje następująco:

(...) Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji (...) ¹¹¹.

109 *Ibidem*, § 5.1.

110 *Ibidem*, § 5.2.

111 Rekomendacja Domu Maklerskiego Banku PKO BP..., data wykonania 22 lipca 2016.

Natomiast DM Banku BZ WBK, zawarty w rozporządzeniu obowiązek ujmuje w poniższy sposób:

(...) Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez DM BZ WBK ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak DM BZ WBK nie może zapewnić ich dokładności oraz kompletności. Inwestor będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego dokumentu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie mogą się zmienić bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

DM BZ WBK nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez DM BZ WBK, o ile przy ich udzielaniu zachował należytą staranność i rzetelność (...) ¹¹².

Powyższe zapisy jednoznacznie wskazują na fakt, iż wymóg zapisany w rozporządzeniu nie wnosi wartości dodanej do sporządzanych raportów i jest jedynie formalizmem, zapisywanym w podobnym brzmieniu przez wszystkie instytucje rekomendujące.

Prawodawca narzucił ponadto w rozporządzeniu warunek dotyczący sposobu wykonywania wyceny instrumentu ocenianego w rekomendacji. Nie wskazuje on jednoznacznie konieczności wykorzystania konkretnych metod, jednakże zgodnie z § 5.3 wymusza konieczność stosowania przynajmniej dwóch sposobów określania wartości danego instrumentu finansowego ¹¹³. Ustawodawca, mając na uwadze niedoskonałości różnych metod wyceny, nakazał stosowanie co najmniej dwóch z nich, w celu obiektywizacji wydawanych osądów. Należy zauważyć, iż zapisy rozporządzenia wskazują konieczność zastosowania dwóch metod wyceny, jednakże nie są precyzyjne względem ustalania, w jakim stopniu każda z wykorzystanych metod ma zostać uwzględniona w ostatecznym określeniu wartości danego instrumentu finansowego. W praktyce objawia się to tym, że analitycy mają możliwość jedynie zaprezentować proces wyceny daną metodą, a następnie mogą uznać, iż w określonych warunkach rynkowych nie jest ona dobrym reprezentantem wartości ocenianego papieru wartościowego i przyjąć jej wagę w ostatecznej wycenie na poziomie zera. Oznacza to *de facto* wycenę tylko i wyłącznie według jednej metody ¹¹⁴.

W rozporządzeniu jasno określono również konieczność rozróżnienia strefy faktów od opinii i osądów. Analitycy wykonujący opracowanie powinni w czytelny

112 Rekomendacja Domu Maklerskiego Banku BZ WBK..., data wykonania 27 czerwca 2016.

113 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji..., § 5.3.

114 Zobacz: Rekomendacja Domu Maklerskiego BDM dotycząca spółki Lotos, data wykonania 23 listopada 2012.

sposób ujawniać źródła swoich informacji, opatrując je dodatkowo komentarzem w przypadku ewentualnych zastrzeżeń co do ich wiarygodności. Natomiast w przypadku elementów wymagających poczynienia własnych kalkulacji opartych na danych źródłowych, osoba rekomendująca powinna wskazać, jakie poczyniła założenia niezbędne do przeprowadzenia procesu wnioskowania¹¹⁵. Takie nakazy w pozytywny sposób wpływają na jakość przedstawianych rekomendacji, ponieważ ich odbiorcy są w stanie oddzielnie analizować faktyczne dane i osądy analityków, co ułatwia ewentualną korektę założeń, gdy klient się z nimi nie zgadza.

W dalszej części rozporządzenia umieszczono jeszcze informację na temat konieczności wyjaśniania oznaczeń odnoszących się do założonego kierunku zmian wycenianego instrumentu finansowego oraz określenia przewidywanego horyzontu czasowego inwestycji, wynikającego z sugestii zawartych w wykonanej rekomendacji. Konieczne jest także poinformowanie o tym, czy wykonane opracowanie zostało ujawnione emitentowi wycenianego instrumentu finansowego oraz czy wykonano jakiegokolwiek korekty po konsultacji z emitentem. Analityk powinien również przeprowadzić proces oceny ryzyka związanego z daną inwestycją wraz z analizą wrażliwości. Po przeprowadzeniu wszystkich niezbędnych analiz i wskazaniu ceny określonej jako przewidywana wartość danego instrumentu finansowego, konieczne jest zawarcie w rekomendacji informacji na temat daty pierwszego jej udostępnienia. Niezbędna jest również informacja na temat aktualizacji wycen wydanych przez daną instytucję w ciągu ostatnich 12 miesięcy oraz wzmianka na temat planowanej częstotliwości przyszłych uaktualnień wyceny danego instrumentu¹¹⁶.

Ze względu na konieczność zamieszczania w raporcie wielu objaśnień metodologicznych, terminologicznych, a także wielu klauzul i orzeczeń, prawodawca dopuszcza możliwość przeniesienia prezentacji ich treści poza wykonywaną rekomendację. W takiej sytuacji konieczne jest jednak zawarcie informacji dotyczących umiejscowienia wszystkich niezbędnych treści narzucanych przez rozporządzenie. Prawodawca zaleca wykorzystanie stron internetowych jednostek wykonujących rekomendacje, jako miejsca zawierającego wszystkie niezbędne elementy, które nie zostały zamieszczone bezpośrednio w raportach z wycen¹¹⁷.

Rozporządzenie przywiązuje dużą wagę do kwestii konfliktu interesów pomiędzy instytucją sporządzającą rekomendację a wszelkimi innymi podmiotami z nią powiązanymi, których dana rekomendacja może dotyczyć. Szczególnie zalicza się do tej kwestii posiadanie przez rekomendującego instrumentów, które wyceniał oraz kwestię powiązań kapitałowych pomiędzy instytucją rekomendującą i wycenianym podmiotem. Prawodawca dąży do wyeliminowania zniekształceń w wy-

115 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji..., § 6.1.

116 *Ibidem*, § 7.1.

117 *Ibidem*, § 7.2.

cenie, które powstają na polu specyficznych relacji pomiędzy instytucjami lub też osobami związanymi z podmiotami wyceniającym i wycenianym¹¹⁸. Warto przytoczyć w tym miejscu znane przypadki nadużyć, które miały miejsce na światowych rynkach giełdowych i które dotyczyły konfliktów interesów oraz nieprawidłowego zarządzania informacjami o spółkach przez analityków.

Jack Grubman był amerykańskim dyrektorem zarządzającym Salomon Smith Barney i głównym analitykiem badań w sektorze telekomunikacyjnym. W latach 90. był najważniejszym analitykiem branży telekomunikacyjnej w okresie wielkiej aktywności w tym sektorze. W 1998 roku został szefem Global Telecommunications Research. Sektor telekomów osiągnął swój szczyt w 2001 r., jednak Grubman nadal składał publiczne oświadczenia wzywające inwestorów do zakupu. W marcu 2001 r. podał dziesięć akcji w sektorze, z których pięć kosztowało mniej niż jeden dolar za akcję rok później. To właśnie jego działania w ciągu tych lat doprowadziły go do problemów prawnych. United States Securities and Exchange Commission stwierdziła, że od 1999 r. do 2001 r. Grubman manipulował sprawozdaniami z badań i innymi dokumentami, które ukrywały istotne fakty i wprowadzały inwestorów w błąd. W e-mailu z 2001 r. Grubman wyjaśnił, że jego działania były częścią planu, aby jego dzieci dostały się do prestiżowych szkół. Grubman doradzał jednocześnie firmom telekomunikacyjnym, takim jak Global Crossing i inwestorom. To był oczywisty konflikt interesów. W kwietniu 2003 r. zakazano Grubmanowi pracy w branży finansowej na całe życie. Grubman musiał również zapłacić 15 milionów dolarów grzywny.

Henry Blodget jest byłym analitykiem ds. badań kapitałowych, który był starszym analitykiem w CIBC Oppenheimer i szefem globalnego internetowego zespołu badawczego w Merrill Lynch w erze dot-com. W 1994 r. Blodget dołączył do programu szkoleń z zakresu finansów korporacyjnych w Prudential Securities, a dwa lata później przeniósł się do Oppenheimer & Co. W październiku 1998 r. przewidział znaczne wzrosty Amazon. Wielu inwestorów uważało to za mało prawdopodobne, jednak zaledwie trzy tygodnie później akcje Amazon wzrosły o 128%. To spotkało się z dużym zainteresowaniem mediów. Dwa miesiące później Blodget przyjął stanowisko w Merrill Lynch i często pojawiał się w CNBC i innych podobnych programach, dokonując analiz rynkowych dla szerokich grup odbiorców. W 2002 r. Prokurator generalny stanu Nowy Jork opublikował e-maile Merrill Lynch, w których Blodget ujawniał dane, które kolidowały z tym, co było publicznie rozpowszechniane. W 2003 r. został oskarżony o oszustwa związane z cywilnymi papierami wartościowymi przez United States Securities and Exchange Commission. Zgodził się na stały zakaz działalności w branży papierów wartościowych i zapłacił grzywnę w wysokości 2 milionów dolarów oraz 2 miliony dolarów zadośćuczynienia.

118 *Ibidem*, § 9.1.

Dokonując podsumowania, w rekomendacji giełdowej, z uwzględnieniem przyjętej w Polsce praktyki rynkowej, możemy wyróżnić następujące elementy¹¹⁹:

- informację identyfikacyjną dotyczącą podmiotu wykonującego raport,
- podstawowe dane wycenianego podmiotu, wraz z określeniem najważniejszych determinant wpływających na wycenę, jak również kluczowe dane dotyczące gospodarczego otoczenia wycenianego przedsiębiorstwa,
- cenę docelową uzyskaną w procesie wyceny oraz komunikat zawierający zalecenie dotyczące wykonania transakcji,
- datę sporządzenia opracowania,
- informację na temat historycznych stóp zwrotu uzyskiwanych z wycenianego instrumentu,
- kluczowe elementy procesu wyceny wraz z opisem przyjętych założeń, koniecznie z uwzględnieniem przynajmniej dwóch metod określania wartości rekomendowanego instrumentu,
- wskazanie wagi każdej z przeprowadzonych wycen w procesie ustalania ostatecznej ceny wycenianego waloru,
- analizę ryzyka oraz analizę wrażliwości dotyczące wykonanych wycen,
- projekcje danych finansowych wykorzystane w procesie wyceny (w przypadku zastosowania metod dochodowych),
- analizę porównawczą względem podmiotów konkurencyjnych,
- opis otoczenia gospodarczego wycenianego podmiotu,
- wskazanie osób odpowiedzialnych za wykonanie rekomendacji,
- objaśnienia oznaczeń oraz terminologii fachowej wykorzystanej w opracowaniu lub wskazanie miejsca, w którym są one uwidocznione,
- wskazanie silnych i słabych stron narzędzi wyceny wykorzystanych w raporcie,
- informacje na temat polityki danej instytucji w zakresie wydawania zaleceń transakcyjnych w odniesieniu do oszacowanej ceny docelowej,
- dodatkowe klauzule wymagane w rozporządzeniu Ministra Finansów związane z orzeczeniem o rzetelności i staranności wykonanej rekomendacji oraz o poziomie odpowiedzialności za zawarte w niej treści.

Kluczowym elementem rekomendacji jest wycena przedsiębiorstwa, na podstawie której wydawane są osądy oraz formułowane są zalecenia dla inwestorów. Proces wyceny przedsiębiorstw jest zagadnieniem bardzo złożonym. Ze względu na ilość teorii oraz narzędzi związanych z tym zagadnieniem, budzi ona wiele kontrowersji. Może o tym świadczyć bardzo duża liczba publikacji naukowych, poświęconych temu tematowi, które od lat publikowane są na całym świecie. Wycena jest procesem trudnym już na poziomie pojedynczych aktywów, oczywiście

119 B. Prusak, *Wielokryterialna...*, s. 25.

jest więc, że jest ona wielokrotnie bardziej skomplikowana i budząca dużo emocji oraz polemiki w przypadku wyceny przedsiębiorstwa¹²⁰.

W Polsce przedsiębiorstwo zostało zdefiniowane formalnie w Kodeksie Cywilnym, w art. 55, jako zorganizowany zespół składników niematerialnych i materialnych przeznaczony do prowadzenia działalności gospodarczej. W szczególności obejmuje ono¹²¹:

- oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa),
- własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości,
- prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych,
- wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne,
- koncesje, licencje i zezwolenia,
- patenty i inne prawa własności przemysłowej,
- majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne,
- tajemnice przedsiębiorstwa,
- księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

Wiedząc, jak przedsiębiorstwo jest określone w polskich realiach gospodarczych, należy sprecyzować, czym jest sama wycena przedsiębiorstwa. Według R. Milesa, jest ona opinią dotyczącą wartości, która zazwyczaj jest wykonywana pisemnie. Wyceną możemy nazwać również proces określania wartości bądź kosztu aktywa, grupy aktywów, całego biznesu lub inwestycji¹²². Istnieją głosy, iż wycena jest raczej rzemiosłem, a nawet sztuką, w większym stopniu niż nauką. Bardzo złożone wyceny przedsiębiorstw są efektem konieczności rozpatrzenia złożonych struktur, których łączna wartość w większości przypadków nie jest jedynie prostą sumą aktywów. Posiadane składniki i struktury majątku charakteryzują się specyficznymi cechami generującymi efekty synergiczne. Wynikiem tego może być wręcz nieskończony wachlarz wycen tego samego przedsiębiorstwa¹²³. G. McCarthy i R. Healy podają, że trzeba wyraźnie podkreślić, iż wycena przedsiębiorstwa jest nauką. Nawet jeżeli eksperci posiadają identyczny zbiór informacji, wyniki ich wyceny mogą być bardzo różne. Jest to spowodowane ilością czynników wpływających na proces wyceny oraz jej wynik. Istotność poszczególnych czynników jest kwestią subiektywną, opierającą się na wiedzy, doświadczeniu, ale również

120 D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1999, s. 39.

121 Ustawa z 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny, Dz.U. 1964, nr 16, poz. 93 z późn. zm., art. 5.

122 R. Miles, *Basic business appraisal*, John Wiley & Sons, New York 1984, s. 4.

123 D. Zarzecki, *Metody wyceny...*, s. 39.

w dużym stopniu na motywacji i celu zarówno kupującego, jak i sprzedającego¹²⁴. A. Kamela-Sowińska twierdzi, że¹²⁵:

Wycena polega na dokonaniu pomiaru wartościowego przedsiębiorstwa i jego składników majątkowych oraz efektów ekonomicznych podjętych decyzji o takim stopniu jakości, który zapewni odbiorcy tych informacji możliwość oceny efektów działań podjętych w przeszłości i wyboru najkorzystniejszego wariantu decyzji w przyszłości.

E. Mączyńska i S. Kasiewicz uznają, że wycena przedsiębiorstwa odnosi się do wszystkich czynności prowadzonych zgodnie z zasadami nauki i sztuki wyceny, które prowadzą do ustalenia jego wartości w danym momencie oraz przy precyzyjnie w określonych warunkach¹²⁶. Swoją definicję wyceny przedsiębiorstwa podaje również A. Jaki, które określa ją jako złożony proces, w którym wykorzystywane są różne aspekty pomiaru ekonomicznego, i który wiąże je z istotą, cechami i zasadami funkcjonowania przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej¹²⁷. Natomiast P. Szczepankowski w swojej definicji wyceny przedsiębiorstwa twierdzi, iż jest to proces indywidualnego określania ceny za aktywa danego przedsiębiorstwa, a także korzyści osiągniętych z gospodarowania nimi w efektywny sposób. Jest to opinia wyspecjalizowanego analityka, co do wartości, wykonywana na podstawie zgromadzonych informacji o badanym przedsiębiorstwie, jak również o jego otoczeniu¹²⁸.

Przytoczone definicje świadczą o złożoności zjawiska wyceny przedsiębiorstw i różnorodności poglądów z nim związanych. Proces wyceny wymusza na analityku przyjęcie wielu indywidualnie określonych założeń, których efektem jest fakt, iż rzadko zdarza się, aby dwie wyceny dotyczące tego samego podmiotu, ale wykonane przez różnych ekspertów, skutkowały takimi samymi wynikami. Z tego powodu niezbędna jest standaryzacja i obiektywizacja wycen. Zadania te są podejmowane przez wyspecjalizowane środowiska zrzeszające zarówno naukowców, jak i praktyków, którzy mają za zadanie określenie oraz popularyzację standardów wartości i wyceny¹²⁹.

Wiedząc czym jest przedsiębiorstwo oraz na czym polega proces jego wyceny, można określić podstawowe charakterystyki, elementy oraz metody przeprowa-

124 G. McCarthy, R. Healy, *Valuating a company. Practices and producers*, The Ronald Press Company, New York 1971, s. 4.

125 A. Kamela-Sowińska, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996, s. 135.

126 S. Kasiewicz, E. Mączyńska, *Metody wyceny w bieżącej wartości przedsiębiorstwa*, [w:] A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999, s. 103.

127 A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstw. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 51.

128 P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 186.

129 M. Grudziński, *Kształtowanie standardów wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2015, s. 17.

dzania tego procesu. Przede wszystkim, aby przystąpić do wyceny przedsiębiorstwa, konieczne jest określenie standardu wartości. W przytoczonych definicjach wyceny przedsiębiorstwa często używa się pojęcia wartości. Praktyka pokazuje jednak, że termin ten nie jest jednoznaczny i jest uzależniony od kontekstu konkretnej wyceny. Wyróżniamy wiele rodzajów wartości, dlatego konieczne jest określenie, który z nich będzie tworzył kontekst podejmowanego procesu wyceny. Standard wartości określa strony faktycznej lub hipotetycznej transakcji¹³⁰ dotyczącej wycenianego przedsiębiorstwa. Udziela on odpowiedzi na pytanie: *wartość dla kogo?* W wielu przypadkach udzielenie odpowiedzi na to pytanie jest związane z przyjęciem konkretnych metod i narzędzi adekwatnych do danej sytuacji, w której znajduje się wyceniany podmiot¹³¹.

Literatura wskazuje na wiele możliwych standardów wartości, które można stosować w wycenie przedsiębiorstw. W tabeli 1.2 dokonano ich zestawienia.

Tabela 1.2. Rodzaje standardów wartości stosowanych w wycenie przedsiębiorstw

Standardy wywodzące się z praktyki amerykańskiej	Podstawy wartości stosowane w MSW	Główne kategorie wartości stosowane w funkcjonalnej teorii wyceny
Godziwa wartość rynkowa	Wartość rynkowa	Wartość decyzyjna
Wartość godziwa (sprawiedliwa)	Wartość inwestycyjna/ wartość indywidualna	Wartość arbitrażowa
Wartość inwestycyjna	Wartość godziwa/ wartość szczególna/ wartość synergiczna	Wartość argumentacyjna
Wartość wewnętrzna		

Źródło: M. Grudziński, *Kształtowanie standardów wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2015, s. 19.

Trzeba podkreślić, że nie wszystkie przytoczone standardy są równie istotne z punktu widzenia wykonywania rekomendacji giełdowej. Najważniejsze z nich można wyodrębnić, korzystając z noty interpretacyjnej numer 5 Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny, pt. „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”, która została uchwalona przez Krajową Radę Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych 11 kwietnia 2011 r. Dokument ten wskazuje na cztery zasadnicze rodzaje wartości przedsiębiorstwa¹³²:

¹³⁰ Wycena na potrzeby transakcji faktycznej oznacza raport wykonywany w kontekście już istniejącej transakcji, która ma nastąpić w związku z wykonywaną wyceną. W przypadku transakcji hipotetycznej, nie można mówić o zaplanowanej transakcji lecz o możliwości ewentualnej transakcji w związku z wyceną.

¹³¹ D. Zarzecki, *Metody wyceny...*, s. 51.

¹³² Powszechne krajowe zasady wyceny (PKZW). Krajowy standard wyceny specjalistycznej pt. „Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw”.

- 1) **Godziwa wartość rynkowa** – jest to wyrażona w pieniądzu lub jego ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, którą oszacowano przy założeniu, że w transakcji biorą udział typowi, hipotetyczni sprzedający i kupujący. Obie strony transakcji są zainteresowane jej przeprowadzeniem, a żadna ze stron nie działa pod przymusem. Zakłada się również, że osoba wyceniająca dany podmiot dysponuje odpowiednim zasobem informacji dotyczących stron transakcji, zaś obie strony transakcji posiadają pełną informację na temat wycenianego przedmiotu. Uzyskana w procesie wyceny wartość godziwa jest akceptowana zarówno przez sprzedającego, jak i kupującego. Warunki transakcji są analogiczne do wymogów wartości rynkowej zdefiniowanej przez Międzynarodowe Standardy Wyceny.
- 2) **Wartość sprawiedliwa** – jest wartością wyrażoną w pieniądzu lub jego ekwiwalencie, a przy jej określaniu zakłada się, że w transakcji bierze udział konkretny, lecz niekoniecznie zainteresowany dokonaniem transakcji kupujący, a także konkretny, również niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. W tym ujęciu jedna ze stron musi działać pod przymusem. Uzyskana wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego i powinna brać pod uwagę, iż nie ma on możliwości zatrzymania przedmiotów wyceny. Wskazana definicja jest analogiczna do definicji wartości godziwej określonej przez Międzynarodowe Standardy Rachunkowości.
- 3) **Wartość inwestycyjna** – wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim jego ekwiwalencie wartość wycenianego podmiotu wykonywana dla sprecyzowanego inwestora lub właściciela, przy której należy uwzględnić jego indywidualne wymagania, a także oczekiwania odnośnie wycenianego podmiotu.
- 4) **Wartość wewnętrzna** – wyrażona w pieniądzu lub jego ekwiwalencie wartość wycenianego podmiotu, która nie jest osadzona w kontekście żadnej konkretnej transakcji. W tym przypadku nie bierze się pod uwagę zleceńodawcy i odbiorcy wyceny. W samym procesie należy uwzględnić wszystkie możliwe informacje dotyczące podmiotu wyceny, jak również istotne czynniki zewnętrzne, które mogą mieć wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczną.

Pomimo iż wskazane powyżej standardy wartości mogą być wykorzystywane w procesie sporządzania rekomendacji giełdowych, to najczęściej stosowane jest odniesienie do wartości wewnętrznej, określanej również wartością fundamentalną. Istotną cechą jest fakt, że nie jest ona opracowywana z punktu widzenia konkretnego inwestora i łatwiej odnieść ją jako odzwierciedlenie punktu widzenia wyceniającego analityka¹³³.

Wykonując wycenę przedsiębiorstwa, można za jej fundament postawić trzy aspekty: jego majątek, dochody i wartość innego przedsiębiorstwa o podobnej

133 K. Byrka-Kita, *Dylematy szacowania premii z tytułu kontroli w wycenie przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2013, s. 29.

charakterystyce. Ze względu na możliwość wykorzystania różnego podejścia, powstało wiele metod, dzięki którym można określić wartość danego podmiotu. Ich klasyfikację przedstawia tabela 1.3¹³⁴:

Tabela 1.3. Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa

Metody wyceny przedsiębiorstw				
Majątkowe	Dochodowe	Mieszane	Porównawcze (rynkowe)	Niekonwencjonalne
Metoda wartości księgowej	Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych	Metoda szwajcarska	Metody mnożnikowe	Metody oparte na teorii opcyjnej
Metoda wartości odtworzeniowej	Metoda zdyskontowanych zysków	Metoda berlińska	Metody transakcji porównywalnych	Metody wyceny z opóźnieniem czasowym
Metoda skorygowanej wartości aktywów netto (SAN)	Metoda zdyskontowanych dywidend	Metoda nadwyżki zysków		Inne metody niekonwencjonalne
Metoda wartości likwidacyjnej		Metoda stuttgarcka		
		Metoda UEC		
		Inne metody mieszane		

Źródło: D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1999, s. 58.

Ze względu na tematykę podjętych w niniejszej pracy rozważań, nie dokonywano szczegółowego opisu wszystkich przytoczonych metod, a jedynie nakreślono podstawową charakterystykę metod najczęściej wykorzystywanych przy sporządzaniu rekomendacji.

Metody majątkowe

W grupie metod majątkowych istotą podejścia jest założenie, że przedmiotem wyceny są poszczególne składniki majątku wycenianego przedsiębiorstwa. Są one traktowane indywidualnie, nie zaś jako zorganizowany zespół. W tym przypadku wartość przedsiębiorstwa jest sumą wartości wszystkich poszczególnych składników jego aktywów. Według tego podejścia nie są uwzględnione wszelkie efekty synergiczne występujące z faktu połączenia ze sobą określonych składników majątku¹³⁵.

¹³⁴ D. Zarzecki, *Metody wyceny...*, s. 58.

¹³⁵ M. Panfil, *Wycena biznesu w praktyce. Metody. Przykłady*, Poltext, Warszawa 2009, s. 15.

Podstawową formułą umożliwiającą wyznaczenie ostatecznej wartości przedsiębiorstwa na podstawie jego bilansu jest:

$$\text{Wartość przedsiębiorstwa} = \text{suma aktywów} - \text{suma zobowiązań}$$

Łatwo więc zauważyć, że w myśl tej metody wartość przedsiębiorstwa jest równoznaczna z wartością jego kapitałów własnych. Najważniejszymi zaletami wyceny przedsiębiorstwa metodami księgowymi są prostota i czytelność procedury wyceny, a także oparcie jej o ogólnie obowiązujące zasady rachunkowości, ponadto możliwość szybkiego uzyskania wyniku oraz niskie koszty przeprowadzenia wyceny. Z drugiej strony, najważniejszymi wadami są: opieranie się na historycznych wartościach księgowych, które w momencie wykonywania wyceny mogą odbiegać od aktualnych wartości poszczególnych składników, arbitralne i subiektywne podejście do selekcjonowania pozycji bilansowych, które mają budować wartość przedsiębiorstwa, brak ujęcia zdolności poszczególnych składników majątku do wytwarzania dochodu w przedsiębiorstwie oraz brak ujęcia efektów synergicznych, jak również mogące wystąpić trudności w zakwalifikowaniu niektórych pozycji pasywów jako kapitały własne lub obce (np. fundusze specjalne)¹³⁶.

Metody majątkowe są wykorzystywane w rekomendacjach inwestycyjnych w stopniu marginalnym, ze względu na ich wady w zakresie ujmowania perspektyw danego przedsiębiorstwa w przyszłości, co stanowi bardzo istotny aspekt budowania wartości rynkowej akcji notowanych na giełdzie.

Metody dochodowe

Techniki oceny inwestycji w tradycyjny sposób mogą być podzielone na metody proste i metody dyskontowe, które uwzględniają wartość pieniądza w czasie. Pomimo, iż metody proste mają wciąż wielu zwolenników i znajdują szerokie zastosowanie w procesie oceny efektywności inwestycji, metody dyskontowe, szczególnie oparte na zdyskontowanych przepływach pieniężnych, stanowią obecnie bardzo silny nurt i często są podstawą wyceny w rekomendacjach giełdowych. Odnoszą się one do przepływów pieniądza, tzw. cash flow, zarówno po stronie przychodowej, jak i wydatkowej. Najczęściej stosowana w raportach rekomendacyjnych metoda DCF (*discounted cash flow*) wykorzystuje projekcję przepływów pieniężnych związanych z funkcjonowaniem danego podmiotu¹³⁷. Zastosowanie metody DCF w związku z wyceną przedsiębiorstwa jest przypisywane H. Millero-
wi i F. Modiglianemu. W jednej ze swoich publikacji nakreślili oni jej ideę w następujący sposób¹³⁸:

136 D. Zarzecki, *Metody wyceny...*, s. 286.

137 *Ibidem*, s. 68–69.

138 M. Miller, F. Modigliani, *Dividend policy, growth and valuation of shares*, „The Journal of Business” vol. 34, no. 4, s. 411–433.

Rozważmy (...) tzw. metodę DCF znaną z dyskusji o ocenie efektywności inwestycji. (...) wyceniając jakąkolwiek specyficzną maszynę, dyskontujemy według rynkowej stopy procentowej strumień wpływów gotówkowych generowanych przez tę maszynę i odejmujemy strumień wydatków gotówkowych związanych z robocizną bezpośrednią, zużyciem materiałów, naprawami i wydatkami kapitałowymi. Takie samo podejście, oczywiście, może być także zastosowane do firmy jako całości, która może być rozważana w tym kontekście po prostu jako ogromna, złożona maszyna.

Wycena metodami dochodowymi stanowi zagadnienie bardzo złożone i zawierające wiele możliwych ścieżek ustalania ostatecznej wartości spółki. Jednakże, ze względu na charakter prowadzonych rozważań oraz akcenty położone szczególnie na analizę wyników wycen maklerskich, a nie sam proces wyceny, procedury związane z jej przeprowadzeniem zostały przedstawione w ujęciu ogólnym¹³⁹.

Proces wyceny metodą DCF powinien zawierać pięć etapów. Pierwszym z nich jest analiza finansowa i strategiczna ocenianej firmy. Konieczne jest odniesienie się do danych historycznych i określenie pozycji ocenianego podmiotu względem konkurencji. Znając sytuację przedsiębiorstwa, można przystąpić do wykonania prognozy przyszłych, względem momentu wyceny, przepływów pieniężnych. Prognozę tę należy przeprowadzić w założonym wcześniej horyzoncie kalkulacji szczegółowych (zazwyczaj kilku- lub kilkunastoletnim). Określone przepływy pieniężne należy poddać procesowi dyskontowania z wykorzystaniem stosownego poziomu kosztu kapitału opartego na skalkulowanych w całym okresie prognozy koszcie kapitału własnego, obcego, oraz ich udziałów w strukturze finansowania przedsiębiorstwa. Otrzymane w ten sposób zdyskontowane przepływy pieniężne należy uzupełnić o kalkulację wartości rezydualnej, odzwierciedlającej wartość przedsiębiorstwa po okresie szczegółowej prognozy, wykorzystując jej stosowny model. Ostatnim krokiem procesu jest dokonanie wszystkich niezbędnych obliczeń, sprawdzenie wyników oraz ich interpretacja pod kątem rekomendacji¹⁴⁰.

Formułę reprezentującą wartość przedsiębiorstwa w modelu DCF można przedstawić następująco¹⁴¹:

$$WP = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{WR_n}{(1+r)^n}$$

139 Patrz więcej w: M. Panfil, *Wycena przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011, s. 295.

140 *Ibidem*.

141 B. Prusak, *Wielokryterialna...*, s. 41.

gdzie:

WP – wartość przedsiębiorstwa;

D_t – dochody uzyskiwane w okresach t ;

r – stopa dyskonta;

WR_n – wartość rezydualna;

n – liczba okresów prognozy szczegółowej.

Dochody przedsiębiorstwa mogą być wyznaczane poprzez przepływy pieniężne, dywidendy lub zyski, tworząc trzy odrębne metody wyceny, jednakże dla celów wykonywania rekomendacji giełdowych najczęściej stosowane podejście odnosi się do zdyskontowanych przepływów pieniężnych. W ramach tej metody również możemy wyodrębnić cztery warianty kalkulacji¹⁴²:

- FCFE – (*free cash flow to equity*) metoda przepływów pieniężnych należnych właścicielom,
- FCFF – (*free cash flow to firm*) metoda przepływów pieniężnych przynależnych każdemu podmiotowi finansującemu,
- CCF – (*capital cash flow*) metoda przepływów kapitałowych,
- APV – (*adjusted present value*) metoda skorygowanej wartości bieżącej.

Niezależnie od wyboru wariantu kalkulacji, w celu dokonania procesu dyskontowania, niezbędne jest ustalenie kosztu kapitału. Najczęściej stosowaną formułą jest odniesienie się do średniego ważonego kosztu kapitału, który można zaprezentować następująco¹⁴³:

$$WACC = \sum_{j=1}^n U_j * K_j$$

gdzie:

$WACC$ – (*weighted average cost of capital*) średni ważony koszt kapitału;

U_j – udział poszczególnych składników w strukturze finansowania;

K_j – koszt poszczególnych rodzajów finansowania;

n – liczba rodzajów finansowania przedsiębiorstwa.

W przypadku finansowania kapitałem obcym, zazwyczaj wykorzystuje się informacje dotyczące kosztu kredytów i pożyczek, które zaciąga przedsiębiorstwo, natomiast na potrzeby ustalenia wysokości kosztu kapitału własnego, najczęściej jest on kalkulowany z wykorzystaniem modelu CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Można go zapisać w następujący sposób¹⁴⁴:

142 *Ibidem*, s. 41.

143 *Ibidem*.

144 M. Panfil, *Wycena biznesu...*, s. 19.

$$K_w = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

gdzie:

K_w – wymagana przez akcjonariuszy stopa zwrotu/koszt kapitału własnego;

R_f – stopa zwrotu z aktywów wolnych od ryzyka;

R_m – oczekiwana stopa zwrotu z portfela rynkowego;

β – współczynnik beta kapitału własnego wycenianej spółki.

W procesie wyceny przedsiębiorstwa metodą dochodową należy wyznaczyć okres prognozy, w którym osoba wyceniająca będzie dokonywała szczegółowych prognoz dotyczących przepływów pieniężnych oraz kosztu kapitału. Jednakże w stanowczej większości przypadków nie zakłada się, że przedsiębiorstwo przestanie działać po okresie szczegółowej prognozy, dlatego niezbędne jest również odzwierciedlenie okresu późniejszego, który jest reprezentowany przez wartość rezydualną. Istnieje kilka modeli tej wielkości, jednak najczęściej stosowany odnosi się do tzw. modelu stałego wzrostu¹⁴⁵:

$$WR_n = \frac{CF_n * (1 + g)}{r_n - g}$$

gdzie:

WR_n – wartość rezydualna w ostatnim okresie prognozy szczegółowej;

CF_n – wolne przepływy pieniężne w ostatnim okresie prognozy;

r_n – stopa dyskonta w okresie n ;

g – stopa wzrostu przepływów pieniężnych po okresie prognozy szczegółowej.

Po dokonaniu wszystkich czynności związanych z ustaleniem wartości całego przedsiębiorstwa w myśl metody DCF, należy przełożyć ją na wartość jednej akcji. Ze względu na to, że ten papier wartościowy jest reprezentantem kapitału własnego przedsiębiorstwa, obliczoną wartość DCF należy pomnożyć przez udział kapitału własnego w momencie wykonywania wyceny. Uzyskaną w ten sposób wartość dzielimy przez ilość akcji znajdujących się w obrocie.

Metody mnożnikowe i porównawcze

W podejściu porównawczym zakłada się możliwość wyprowadzenia wartości danego podmiotu na podstawie wartości innego lub na podstawie porównań do analogicznych transakcji, które zostały zawarte na rynku. W ten sposób w grupie wycen rynkowych wyróżniamy metody mnożnikowe oraz metody transakcji porównywalnych. Ocenianie przedsiębiorstwa z wykorzystaniem mnożników opiera się na założeniu występowania analogii pomiędzy podmiotami rynkowymi oraz

możliwości wnioskowania na temat wartości rynkowej w oparciu o wcześniejsze transakcje¹⁴⁶.

Metody rynkowe, obok dochodowych, są jednymi z najczęściej wykorzystywanych metod wyceny. Jest to spowodowane faktem, iż są one mało kosztochłonne, pozwalają na uzyskanie szybkich ocen i są uniwersalne. Jednakże nieczęsto obserwuje się wykorzystanie metod rynkowych jako samodzielne i wystarczające narzędzie do uzyskania ostatecznej wyceny przedsiębiorstwa. Najczęściej są one wystawiane z wyceną metodą DCF, w celu uzyskania bardziej obiektywnych rozwiązań, ponieważ metody te różnią się zasadniczo w założeniach oraz wykonaniu¹⁴⁷.

Tabela 1.4. Porównanie wad i zalet metod rynkowych i metody DCF

Metody rynkowe	Metoda DCF
Zalety: Pozwalają na oszacowanie potencjału wzrostu rynku Umożliwiają ocenę potencjału spółki w odniesieniu do konkurencji Uniwersalność Szybkość rozwiązania Łatwość metodologiczna	Zalety: Uwzględnia potencjał rozwojowy spółki w przyszłości Zezwala na analizę wrażliwości wyników Łatwość dostępu do danych
Wady: Ograniczenia w doborze spółek porównywalnych Wynik zależny od subiektywnego doboru spółek porównawczych oraz transakcji Częściowe bazowanie na prognozach	Wady: Czasochłonność Skomplikowana metodologia Mnogość założeń Bazowanie na prognozach

Źródło: P. Rączka, *Wycena spółki metodą rynkową na przykładzie Stokk S.A.*, [w:] M. Panfil, *Wycena biznesu w praktyce. Metody. Przykłady*, Poltext, Warszawa 2009, s. 84.

W ujęciu ogólnym wzór na wartość wycenianej firmy można zapisać następująco¹⁴⁸:

$$\text{Equity Value} = B * \text{mnożnik}$$

gdzie:

Equity Value – wartość kapitałów własnych wycenianej firmy;

B – baza (wielkość finansowa pochodząca z wycenianej firmy i adekwatna do stosowanego wskaźnika);

mnożnik – odnoszący się do wartości kapitałów własnych.

146 D. Zarzecki, *Metody wyceny...*, s. 334.

147 P. Rączka, *Wycena spółki metodą rynkową na przykładzie Stokk S.A.*, [w:] M. Panfil, *Wycena biznesu w praktyce. Metody. Przykłady*, Poltext, Warszawa 2009, s. 83.

148 B. Prusak, *Wielokryterialna...*, s. 55.

Jeżeli celem jest natomiast uzyskanie wartości jednej akcji a nie całości kapitałów własnych, można wykorzystać następującą formułę¹⁴⁹:

$$\text{Enterprise Value} = B * \text{mnożnik} - \text{dług netto}$$

gdzie:

Enterprise Value – wartość wycenianego przedsiębiorstwa;

B – baza;

mnożnik – odnoszący się do wartości przedsiębiorstwa;

dług netto – oprocentowane zobowiązania pomniejszone o środki pieniężne.

Przy stosowaniu metody wyceny rynkowej istnieje pewna dowolność w doborze mnożnika, który posłuży do kalkulacji. W zależności od tego, czy wyceniana jest całkowita wartość przedsiębiorstwa, czy jedynie jego udziały własne, wyróżnia się dwie kategorie mnożników:

- 1) Mnożniki oparte na kapitale zaangażowanym (*EV – Enterprise Value*),
- 2) Mnożniki oparte na kapitalizacji rynkowej (*EqV – Equity Value*).

Możemy wyróżnić 6 najczęściej stosowanych rodzajów mnożników¹⁵⁰:

- **Kapitał zaangażowany/sprzedaż (*EV/sprzedaż*)** – pozwala ustalić, jak duży przychód generuje każda złotówka zainwestowanego kapitału. Jest to miara uniwersalna, która może być wykorzystana do określania wartości w większości przedsiębiorstw. Ponadto, jest to wskaźnik relatywnie odporny na stosowaną przez dany podmiot politykę rachunkowości. Natomiast zasadniczą wadą jest brak powiązania z rentownością przedsiębiorstwa, jak również wrażliwość wskaźnika na wykorzystywaną metodę rozpoznawania przychodów.
- **Kapitał zaangażowany/EBITDA (*EV/EBITDA*)** – jest to miara bardzo często wykorzystywana przez fundusze private equity do wyceny wartości spółek, które są w kręgu ich zainteresowania. Popularność tego mnożnika jest spowodowana wykorzystaniem w nim wielkości EBITDA, dzięki któremu kapitałodawcy mogą oszacować strumień pieniężny pozostający w ich dyspozycji, co jest kwestią bardzo istotną przy dokonywaniu transakcji wykupów lewarowanych (LBO). Mnożnik ten dobrze oddaje wartość przedsiębiorstwa wymagającego dużego dokapitalizowania, a także podmiotów, w których amortyzacja jest ważną pozycją rachunku zysków i strat. Wadą wskaźnika jest jego podatność na jednorazowe zdarzenia, które nie wynikają ze standardowej działalności operacyjnej, a także wpływ metod rozpoznawania przychodów i kosztów.

149 *Ibidem*, s. 56.

150 P. Rączka, *op. cit.*, s. 85–87.

- **Kapitał zaangażowany/EBIT ($EV/EBIT$)** – jest to popularny wskaźnik wykorzystywany przy wycenie udziałów spółek uczestniczących w transakcji. Dobrze reprezentuje wartość spółek usługowych, które nie wymagają dużego dokapitalizowania, a także tych, które nie wykorzystują amortyzacji jako istotnej pozycji rachunku zysków i strat. Wady wskaźnika są podobne do tych odnotowywanych w przypadku EBITDA, jednakże tym razem należy do nich zaliczyć jeszcze zależność od polityki rachunkowości w odniesieniu do amortyzacji.
- **Cena/zysk brutto (P/EBT)** – jest to mnożnik bardzo uniwersalny i możliwy do zastosowania praktycznie w każdym rodzaju przedsiębiorstwa. Należy jednak zauważyć, że jest wrażliwy na prowadzoną przez podmiot politykę rachunkowości i jednorazowe zdarzenia niezwiązane z jej działalnością podstawową. Przy jego stosowaniu konieczne jest również zweryfikowanie podobieństwa struktury finansowania porównywanych podmiotów, ponieważ mnożnik ten jest uzależniony od udziału długu w przedsiębiorstwie.
- **Cena/zysk netto (P/E)** – mnożnik często obserwowany w rekomendacjach maklerskich oraz innych instytucjach finansowych. Umożliwia oszacowanie wartości przedsiębiorstwa z punktu widzenia mniejszościowych właścicieli, niemających realnego wpływu na decyzje firmy, których jedyne korzyści wynikają z wypłaty dywidend. Wady tego mnożnika są analogiczne jak w przypadku P/EBT , jednak tym razem należy również uwzględnić stopę podatkową odpowiednią dla wycenianego podmiotu.
- **Cena/kapitały własne (P/BV)** – wskaźnik ten umożliwia wycenę wartości dodanej wytworzonej dla udziałowców przez badany podmiot. Jego stosowalność jest ograniczona do kilku branż, jak bankowość, w której wielkość kapitału własnego jest bardzo istotna przy ocenie zdolności do zwiększania akcji kredytowej. Jako zaletę należy tu wskazać małą zależność mnożnika od polityki rachunkowości i jednorazowych zdarzeń. Natomiast jako wadę należy podkreślić uniezależnienie od poziomu rentowności wycenianego podmiotu (cechę tę czasem możemy uznać za zaletę, jeżeli konieczna jest wycena podmiotu nierentownego).

Wykorzystując metodę rynkową jako sposób wyceny wartości przedsiębiorstwa, z oczywistych względów należy szczególną uwagę przywiązać do wyboru stosowanego mnożnika, jak również podmiotu, z którym wyceniane przedsiębiorstwo będzie porównywane. Przy doborze mnożników zaleca się stosowanie tych, które są najbardziej skorelowane z dobraną bazą, czyli zaangażowanymi kapitałami lub ceną. Do najważniejszych przesłanek determinujących wybór mnożnika zaliczyć możemy: branżę spółki wycenianej, dostęp do danych, zakres wartości określanych na ich podstawie, poziom korelacji wartości spółki z danym mnożnikiem¹⁵¹.

151 *Ibidem*, s. 88.

Natomiast przy dobieraniu grupy przedsiębiorstw, które posłużą jako benchmark, można posłużyć się dwoma podejściami: odnieść się ściśle do obowiązującej teorii wyceny (*valuation theory driver approach*) lub do podejścia praktycznego (*practice-oriented approach*)¹⁵². W wariancie pierwszym, podstawowym kryterium doboru spółek analogicznych jest ich podobieństwo w zakresie parametrów, które są zazwyczaj wykorzystywane w modelach wyceny przedsiębiorstw. W podejściu drugim natomiast o porównywalności spółek decyduje przynależność do tego samego sektora. Niezależnie od wyboru metody doboru spółek porównywalnych, warto podczas ich oceny uwzględnić takie parametry jak: wielkość, struktura finansowania, faza cyklu życia firmy, udział w rynku czy też różnego rodzaju ryzyka¹⁵³. Trzeba jednak zauważyć, że znalezienie podmiotu rynkowego bliźniaczo podobnego do wycenianego przedsiębiorstwa jest trudne, a czasem wręcz niemożliwe, co stanowi ograniczenie stosowalności metody porównawczej.

W praktyce rynkowej tworzenia rekomendacji giełdowych, praktycznie nie obserwuje się wykorzystania metod niekonwencjonalnych lub mieszanych. Aczkolwiek przy ustalaniu ostatecznej ceny docelowej wykorzystuje się procedurę obecną w technikach mieszanych, czyli ważenie kilku wykonanych wycen. Jednak, jak sygnalizowano wcześniej, udział poszczególnych metod w ustalaniu ostatecznej ceny jest kwestią bardzo subiektywną, która w niektórych przypadkach sprowadza się do wykorzystania tylko jednej z nich.

1.7. Podsumowanie

W niniejszym rozdziale przedstawiono funkcjonowanie domów maklerskich na polskim rynku. Zaprezentowane akty prawne dokładnie precyzują zasady współtworzenia przez te instytucje systemu finansowego w Polsce. Z zapisów przedstawionych aktów prawnych można jednoznacznie wnioskować o tym, iż dom maklerski jest instytucją o wysokim stopniu formalizacji w prowadzeniu działalności na rynku kapitałowym. Zarówno zasady wpisania instytucji na listę licencjonowanych domów maklerskich oraz wszelkie zapisy dotyczące ich późniejszej kontroli wskazują, iż ustawodawca w Polsce przykłada dużą wagę do nadzorowania tych podmiotów, ze względu na ich rolę w pośredniczeniu w obrocie pieniądza na rynku. Równie precyzyjne zapisy ustawowe dotyczą wprowadzania instrumentów finansowych do obrotu oraz wymogów, jakie muszą spełniać

152 M. Meitner, *The market approach to comparable company valuation*, ZEW Economic Studies, Heidelberg 2006, vol. 35, s. 49–54.

153 B. Prusak, *Wielokryterialna...*, s. 59.

emitenci, aby ich papiery wartościowe mogły w jasny i przejrzysty sposób stanowić przedmiot obrotu na giełdzie.

W rozdziale wskazano również, jak ważną rolę dla systemu ma działalność KNF, która mimo niedoskonałości funkcjonowania, systematycznie monitoruje zachowania niezgodne z ustawami i regulaminami, co skutkuje stosownymi sankcjami dla podmiotów nie wykonujących swoich obowiązków należycie lub nadużywających swoich praw.

W rozdziale opisano również zakres działalności domów maklerskich, wskazując na ich rolę w kreowaniu i obsłudze obrotu papierami wartościowymi na warszawskiej giełdzie. Wskazane zapisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi jednoznacznie definiują rolę domów maklerskich jako kluczową z punktu widzenia obsługi podmiotów indywidualnych, czyli głównych masowych odbiorców rekomendacji wykonywanych przez te instytucje finansowe. Ustawodawca nakreślił wyraźnie ścieżkę procedowania, jak również zakres odpowiedzialności za wystawiane oceny, a także narzucił domom maklerskim stosowanie odpowiednich metod działania i zasad prezentacji wyników, ułatwiających ich interpretację przez odbiorców. Zapisy te są niezmiernie istotne z punktu widzenia bezpieczeństwa odbiorcy rekomendacji, wpływają na ich transparentność i przejrzystość, ułatwiając podejmowanie decyzji przez inwestorów.

Zaprezentowane podstawowe zasady tworzenia rekomendacji oraz narzędzia wykorzystywane przy wykonywanych w nich wycenach, wskazują na złożoność procesu tworzenia wycen maklerskich zarówno na gruncie technicznym, jak i metodologicznym. Należy tu zaznaczyć, że zgodnie z zapisami ustawowymi, analitycy mają pewną dowolność w wyborze stosowanych metod i narzędzi, które należy jednak argumentować jako zasadne dla potrzeb konkretnej wyceny. Rozdział pokazuje również sposób realizacji wymogów ustawowych w raportach z wyceny, szczególnie w odniesieniu do kwestii odpowiedzialności za dokonywane osądy. Zgodnie z przytoczonymi przykładami, domy maklerskie unikają pisemnych deklaracji brania jakiegokolwiek odpowiedzialności za efekty stosowania ich wycen w konstruowaniu własnych strategii inwestycyjnych. Standardową praktyką domów maklerskich jest stosowanie zapisów bezpiecznych z punktu widzenia możliwości powstawania pozwów przeciwko nim ze względu na błędne predykcje i proponowanie inwestorom rozwiązań, które mogą skutkować stratami finansowymi. Formułowanie zapisów o braku odpowiedzialności maklerów za efekt decyzji opartych o wydane rekomendacje wysyła do inwestorów sprzeczne sygnały na temat użyteczności wykonywanych opracowań, ponieważ z jednej strony domy maklerskie starają się zachęcić inwestorów do aktywności, z drugiej zaś osłabiają wydźwięk swoich osądów przez dokonywanie zapisów tego typu. Wątek ten również powinien rzutować na jakość komunikatów płynących z rekomendacji i ich odbiór przez szeroki rynek. Unikanie deklaracji na temat odpowiedzialności za przedstawiane osądy nie stanowi jednak ochrony przed konsekwencjami w przypadku ewentualnych nadużyć, które mogą mieć miejsce zarówno na etapie

wykonywania rekomendacji, jak również w momencie jej dystrybucji. Statystyki przytoczone w niniejszym rozdziale wskazują, iż KNF monitoruje podlegające mu instytucje i wręcz systematycznie sankcjonuje nieprawidłowe zachowania. Rekomendacje maklerskie mogą stanowić źródło informacji, które może w bardzo istotny sposób wpływać na procesy decyzyjne osób, które je wykorzystują, stąd dbałość o ich rzetelność stanowi bardzo istotny element budowania zaufania do rynku kapitałowego, szczególnie iż produkt ten jest często kierowany do osób nieposiadających wiedzy specjalistycznej, umożliwiającej im samodzielną weryfikację merytorycznej zawartości opracowania. Niepewność co do rzetelności opracowania, może być bezpośrednią przyczyną rezygnacji z wykorzystywania rekomendacji w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. To natomiast może być przyczyną braku oddziaływania raportów maklerskich na faktyczne zmiany cen w kierunku prognozowanym przez dom maklerski, wtórnie przekładając się na nieużyteczność rekomendacji dla szerokiej grupy inwestorów.

Rozdział 2

Skuteczność rekomendacji maklerskich w świetle dotychczasowych badań naukowych

Badania dotyczące rekomendacji maklerskich są przedmiotem analiz w wielu raportach, statystycznych opracowaniach, jak również pracach naukowych. Powodem szerokiego zainteresowania funkcjonowaniem tych opracowań oraz ich miejscem na rynku finansowym jest przede wszystkim fakt poszukiwania ich wartości dodanej w konstruowaniu efektywnych strategii inwestycyjnych. Tak też z jednej strony istnieje silna potrzeba bieżącej weryfikacji poprawności ich wykonywania, jak również aspektów determinujących poprawność i jakość publikowanych opracowań maklerskich, a z drugiej zaś chęć określenia poprawnego sposobu ich wykorzystywania w celu osiągania korzyści inwestycyjnych. Obecne w literaturze badania można podzielić według licznych kryteriów dotyczących ich charakteru, badanego obszaru, sposobu weryfikacji postawionych hipotez, badanej próby czy też miejsca i czasu analiz. Na potrzeby niniejszego opracowania dokonano podziału przeglądu dotychczasowych badań według kryteriów osiągniętego efektu i wniosków na temat skuteczności rekomendacji, a także sposobu przeprowadzenia badania. Celem rozdziału jest zaprezentowanie dotychczas podejmowanych badań, zarówno dotyczących skuteczności oddziaływania rekomendacji giełdowych na notowania, jak i opisujących aspekty towarzyszące temu zagadnieniu, jak na przykład badania heurystyk wpływających na tworzenie czy odbiór wycen maklerskich.

2.1. Wyniki badań potwierdzających użyteczność rekomendacji maklerskich na rynkach światowych

W ramach badań na temat możliwości wykorzystania rekomendacji maklerskich powstała liczna grupa opracowań odnoszących się do skuteczności tego typu raportów. Jednym z pierwszych jest badanie Daviesa i Canesa¹ z 1978 r. Badacze przeanalizowali w nim rekomendacje z okresu od 1969 r. do 1975 r. Głównym źródłem informacji była kolumna HOTS w „The Wall Street Journal”. Analizy obejmowały okres od 20 dni przed opublikowaniem rekomendacji do 20 dni po nim. Autorzy założyli, że wpływ rekomendacji jest krótkoterminowy, lecz nie potrafili określić, w jakim horyzoncie będzie on najsilniejszy, dlatego badali kumulatywne stopy zwrotu w całym oknie czasowym. Wyniki badania wskazały, że rekomendacje przedrukowane w mediach mają wpływ na zmienność cen w perspektywie 20 sesji od momentu ich ukazania. Autorzy doszli do wniosku, że ten sposób dystrybucji wycen maklerskich, pomimo iż stanowi wtórny obieg informacji, również oddziałuje na rynek z powodu docierania do szerokiego grona odbiorców, którzy wcześniej nie pozyskali informacji ze źródła pierwotnego. Należy jednak zwrócić uwagę na to, że obieg informacji w roku 1978 znacznie różnił się od tego, z jakim mamy do czynienia dziś, kiedy wszelkie nowe informacje docierają za pośrednictwem mediów elektronicznych do wszystkich zainteresowanych odbiorców w ciągu sekund. Można więc wątpić, czy wnioskowanie Daviesa mogłoby zostać wykorzystane przy analizie bieżących rekomendacji.

Liu, Smith i Syed² ponad 20 lat później podjęli próbę ponownej weryfikacji przedrukowanych publikacji w „The Wall Street Journal”. Wyselekcjonowana przez autorów próba badawcza obejmowała raporty pomiędzy wrześniem 1982 r. a wrześniem 1985 r. Próba zawierała 852 rekomendacje. Tym razem badacze skrócili okno analiz zmienności cen akcji do okresu od 10 dni przed publikacją do 10 dni po. Uzyskane przez nich rezultaty wskazują na wpływ publikowanych informacji na notowania, ale w przeciwieństwie do Daviesa³, najsilniejszą reakcję odnotowali oni w horyzoncie dwóch dni od momentu ukazania się rekomendacji. Wykazali również wzrost wolumenu handlu w tym horyzoncie czasowym, który jest symetryczny dla komunikatów zarówno pozytywnych, jak i negatywnych. W odnie-

1 P. Davies, M. Canes, *Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information*, „The Journal of Business” 1978, vol. 51, no. 1, s. 43–56.

2 P. Liu, D. Smith, A. Syed, *Stock Price Reactions to The Wall Street Journal's Securities Recommendations*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1990, vol. 25, no. 3, s. 399–410.

3 P. Davies, M. Canes, *op. cit.*

sieniu do kontekstu przytoczonych powyżej badań, Huth i Maris⁴ również zmierzali się z tematyką rekomendacji typu „Heard-on-the-street”, czyli przedruku w prasowych raportach maklerskich. W swojej analizie wykorzystali takie samo okno zmienności cen jak Liu⁵. Badacze skupili się na weryfikacji postępowania ponadprzeciętnej, kumulatywnej stopy zwrotu w badanym horyzoncie. Wnioski z ich analizy wskazują, iż istnieje istotny statystycznie wzrost poziomu cen towarzyszący opublikowaniu rekomendacji w gazetach. Autorzy twierdzą, iż efekt ten jest głównie spowodowany faktem, że w przypadku przedruków klient pozyskiwał analizy w cenie gazety, a nie specjalistycznego produktu bankowego/maklerskiego, co znacznie ułatwia dostęp do wycen szerokiej grupie odbiorców. Bardzo istotnym wnioskiem z badania było również to, że istnieje bardzo duża dysproporcja pomiędzy wycenami o charakterze pozytywnym i negatywnym. W przypadku badania Hutha raportów kupna było 111, zaś rekomendacji sprzedaży tylko 15. Tak duża rozbieżność wymaga uzasadnienia, którego autorzy upatrują nie tylko w bieżącej sytuacji rynku, ale również w konkretnym kontekście biznesowym, towarzyszącym tworzeniu rekomendacji. Badacze szczególnie podkreślają tutaj potencjalne negatywne konsekwencje dla analityków, w przypadku wystawienia rekomendacji negatywnych, ze względu na relację ich menedżerów z zewnętrznym środowiskiem biznesowym.

Bauman, Datta i Iskandar-Datta⁶, sprawdzając skuteczność rekomendacji z „The Wall Street Journal”, zmodyfikowali założenia i sposób badania publikowanych raportów. Poszerzyli oni okno analiz do przedziału –50 do +50 dni względem publikacji, jak również dodali aspekt portfelowy, którego stopę zwrotu analizowali w horyzoncie 6 i 12 miesięcy. W ich próbie badawczej znalazło się 168 rekomendacji kupna i 92 sprzedaży. Analiza kumulatywnej stopy zwrotu (CAR), w przeciwieństwie do badań poprzedników, wykazała, że ponadprzeciętne stopy zwrotu są istotne statystycznie, lecz w bardzo nieregularny sposób, to znaczy, analizując dzień po dniu okres aż do 50 sesji po opublikowaniu rekomendacji, otrzymujemy niesystematyczne istotności w przypadku kilku mikro horyzontów z przedziału od 0 do 50 dni. Badacze zwrócili więc uwagę na fakt, iż okres oddziaływania rekomendacji giełdowych nie jest jednoznaczny i wymaga dalszych analiz w celu doprecyzowania najbardziej adekwatnego horyzontu badawczego. Ponadto wykonana analiza portfela tworzonego na podstawie komunikatów z rekomendacji wskazała na jego istotnie lepsze wyniki względem strategii Buy&Hold.

4 W. Huth, B. Maris, *Large and Small Firm Stock Price Response to „Heard on the Street” Recommendations*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 1992, vol. 7, no. 1, s. 27–44.

5 P. Liu, D. Smith, A. Syed, *op. cit.*

6 S. Bauman, S. Datta, M. Iskandar-Datta, *Investment analyst recommendations: A test of the announcement effect and the valuable information effect*, „Journal of Business Finance & Accounting” 1995, vol. 22, no. 5, s. 659–670.

Francis i Soffer⁷ w swojej analizie sprawdzili, jak rekomendacje i prognozy zysków oddziałują na stopy zwrotu z poszczególnych akcji. Dysponując próbą badawczą składającą się z 1483 rekomendacji pochodzących od 51 domów maklerskich, opublikowanych w latach 1988–1991, przeanalizowali oni ponadprzeciętne stopy zwrotu jedynie w horyzoncie –1 do +1 dni względem daty publikacji. Ponadto wyszli z założenia, że odbiorcy nie traktują wszystkich komunikatów identycznie i większą wagę przywiązują do ocen optymistycznych, dlatego postawili hipotezę o tym, że prognozy towarzyszące rekomendacjom kupna silniej oddziałują na zmiany cen niż rekomendacje sprzedaży. Na podstawie stworzonych przez autorów regresji, wywnioskowali oni, że rekomendacje i prognozy zysków nie wykazują zależności pomiędzy sobą. Wykonane przez nich testy wskazały, że zarówno rekomendacje nie oddziałują na prognozy zysków, jak i odwrotna zależność nie ma miejsca. Ponadto inwestorzy mocniej reagują na nowe raporty niż na rewizje dotychczasowych wycen. Uwzględniając wszystkie te czynniki, badacze wykazali, iż oba rodzaje publikacji są pozytywnie skorelowane z ponadprzeciętnymi stopami zwrotu tuż po ich opublikowaniu.

Stickel⁸ w swoim badaniu odwołał się do czynników determinujących siłę oddziaływania rekomendacji na ceny. Postawił on hipotezę, że reputacja analityka, wielkość domu maklerskiego, wielkość wycenianej firmy, a także typ rekomendacji (nowa lub rewizja) oraz jej wydźwięk (pozytywny/negatywny) w sposób istotny decydują o tym, w jaki sposób dana wycena będzie odebrana przez rynek. Pod roz wagę autor podjął raporty z lat 1988–1991. Zbudowana baza zawierała ponad 21 000 raportów, przy czym należy także w tym przypadku zauważyć, iż występowała duża dysproporcja pomiędzy rekomendacjami pozytywnymi (około 55%) i negatywnymi (około 12%). Stickel zbudował czynnikowe modele wpływu rekomendacji na zmiany cen, osobno dla raportów kupna i sprzedaży. Uzyskane na ich podstawie wnioski znacząco różnią się od tych wyciąganych przez Baumaną, aczkolwiek punktem wspólnym jest fakt, iż oba badania wskazują na istotny i pozytywny wpływ rekomendacji na stopy zwrotu. Ostatecznie jednak przemyślenia Stickela są sprzeczne z postawionymi hipotezami i bardziej zbieżne z wnioskami, które można wyciągnąć na podstawie efektów heurystycznych opisywanych na gruncie finansów behawioralnych. Podstawową kwestią jest to, iż odbiorcy silniej reagują na sygnały o wydźwięku negatywnym⁹. Badanie wykazało, że rekomendacje kupna pozwalają uzyskać ponadprzeciętną stopę zwrotu w wysokości 1,16%, natomiast sprzedaży 1,24%. Ponadto efekt związany z reputacją danego domu

7 J. Francis, L. Soffer, *The Relative Informativeness of Analysts' Stock Recommendations and Earnings Forecast Revisions*, „Journal of Accounting Research” 1997, vol. 35, no. 2, s. 193–211.

8 S. Stickel, *The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations*, „Financial Analysts Journal” 1995, vol. 51, no. 5, s. 25–39.

9 Więcej o teorii perspektywy w: M. Czerwonka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2008, rozdział 2.2.

maklerskiego również powoduje silniejsze reakcje w przypadku większych i bardziej znanych instytucji publikujących. Rekomendacje, które zostały wystawione zgodnie z trendem rynkowym, również pozwalały osiągnąć wyższe zyski¹⁰. Asymetria oddziaływania rekomendacji pozytywnych i negatywnych została również potwierdzona przez innych autorów. Chang i Chan¹¹ w swojej analizie przeanalizowali wyceny pochodzące z 240 domów maklerskich w USA. Efekty ich pracy również wskazują, iż rekomendacje negatywne silniej oddziałują na zmiany cen niż pozytywne. Analogiczne wnioski prezentują Wanyama i Melo¹², którzy dokonali przeglądu światowych badań dotyczących wpływu rekomendacji na rynki, z których wnioskowali, iż inwestorzy znacznie rzadziej otrzymują komunikaty o wyniku negatywnym, dlatego przywiązują do nich większą wagę, która natomiast przekłada się na większe zmiany cen związane z opublikowaniem raportów o takim charakterze. Cao i Kohlbeck¹³ bardziej skupili się na analizie wpływu heurystyk na kształtowanie ocen analityków, posilkując się próbą ponad 82 000 rekomendacji z 481 domów maklerskich. Wykazali oni, że skrzywienia poznawcze w znacznym stopniu determinują ostateczny kształt wyceny, jak również ich odbiór. Inwestorzy silniej reagują na wyceny z prognozą negatywną.

Również odnosząc się do kwestii wydźwięku rekomendacji, istotne badania podjął Womack¹⁴, który przeanalizował około 1600 rekomendacji z lat 1989–1991 pod kątem ich przydatności w generowaniu ponadprzeciętnych stóp zwrotu i przy uwzględnieniu ich podziału na rekomendacje kupna i sprzedaży. Autor zauważył bardzo wyraźne rozbieżności pomiędzy ilością publikowanych wycen pozytywnych i negatywnych, jak również reakcji na nie. W przeanalizowanej próbie, rekomendacje kupna przeważały nad rekomendacjami sprzedaży w proporcji około 7 do 1. Ponadto reakcja rynku na nie jest znacznie słabsza. Ponadprzeciętne stopy zwrotu kumulują się w okolicy jednego miesiąca od publikacji wyceny i dają średnio 2,4% zwrotu, natomiast rekomendacje sprzedaży oddziałują na rynek w perspektywie nawet do 6 miesięcy i skutkują spadkami na poziomie średnim 9,1%. Ponadto wolumen w dniu wydania rekomendacji negatywnej osiąga nawet 300% średniej przed publikacją, natomiast w przypadku wycen pozytywnych jest to 190%. Raporty zdają się również silniej oddziaływać na spółki o małej kapitalizacji. Reasumując wszystkie wnioski Womacka, można zauważyć, że rynek,

10 Więcej o skrzywieniach heurystycznych w: P. Zielonka, *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku kapitałowym*, CeDeWu.PL, Warszawa 2008, rozdziały 4 i 5.

11 Y. Chang, C. Chan, *Financial analysts' stock recommendation revisions and stock price changes*, „Applied Financial Economics” 2008, vol. 18, s. 309–325.

12 R. Wanyama, S. Melo, *A Survey on Analysts' Stock Recommendations: Are They Really Useful?*, „University of Neuchatel Working Paper” 2008, December, s. 1–12.

13 J. Cao, M. Kohlbeck, *Analyst Quality, Optimistic Bias, and Reactions to Major News*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 2011, vol. 26, no. 3, s. 502–526.

14 K. Womack, *Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?*, „Journal of Finance” 1996, vol. LI, no. 1, s. 137–167.

otrzymując znacznie częściej wyceny pozytywne, przyzwyczajają się do nich w pewien sposób, przez co pojawienie się rekomendacji sprzedaży, szczególnie w kontekście spółki niebędącej w centrum zainteresowania mediów i inwestorów, powoduje znacznie silniejsze reakcje odbiorców raportów maklerskich. Różnice w długości oddziaływania raportów o wydźwięku pozytywnym i negatywnym odnotowali również Mokoaleli-Mokoteli, Taffler i Agarwal¹⁵. Przeprowadzili oni badania na rekomendacjach z okresu 1997–2003 dla rynku amerykańskiego, na podstawie których wnioskowali, że rynek reaguje pozytywnie na ukazanie się rekomendacji, lecz długość oddziaływania raportów pozytywnych jest znacznie krótsza niż w przypadku negatywnych. Rekomendacje „kupuj” mogą generować istotne zmiany cen w perspektywie do jednego miesiąca po publikacji, natomiast „sprzedaj” nawet do jednego roku.

Juergens¹⁶ swoje badanie oparł na próbie 3679 rekomendacji spółek sektora informatycznego w latach 1993–1996. Jego analizy wpisują się w klasyczny trend badania skumulowanych stóp zwrotu występujących po publikacji wyceny maklerskiej. Wykonane badanie wskazało, że najbardziej zasadnym horyzontem inwestycyjnym dla wykorzystania rekomendacji giełdowych są pierwsze 3 dni od ich ukazania, przy czym zgodnie z przyjętą metodą badania, strategia powinna zakładać wykonanie transakcji w dniu opublikowania raportu i zamknięcie pozycji inwestycyjnej właśnie po trzech dniach. Juergens zauważa również, że istnieje duża rozbieżność w ilości publikowanych raportów o wydźwięku pozytywnym i negatywnym. Przyjmując, że rynek IT zazwyczaj jest kojarzony z dobrymi perspektywami na wzrosty, to wystąpienie rekomendacji sprzedaży jedynie 117 razy w całej badanej zbiorowości może budzić pewne wątpliwości co do obiektywizmu analityków. Michaely i Womack¹⁷ w swojej analizie z 2002 r. również dochodzą do podobnych wniosków. Przede wszystkim zauważają, że mała ilość rekomendacji sprzedaży przekłada się na większą wartość informacyjną dla inwestorów. Zdaniem badaczy taka dysproporcja raportów jest związana z silnym zjawiskiem nadmiernego optymizmu wśród analityków i maklerów, a także faktem, iż są one powiązane zarówno osobowo, jak i kapitałowo z innymi instytucjami finansowymi – szczególnie bankami. Autorzy podkreślają również, że na podstawie przedstawionego przez nich przeglądu badań nie można jednoznacznie ustalić precyzyjnego i zasadnego horyzontu inwestycyjnego z wykorzystaniem rekomendacji.

15 T. Mokoaleli-Mokoteli, R. Taffler, V. Agarwal, *Behavioural Bias and Conflicts of Interest in Analyst Stock Recommendations*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2009, vol. 36, no. 3 & 4, s. 384–418.

16 J. Juergens, *How Do Stock Markets Process Analysts' Recommendations? An Intra-daily Analysis*, „The Pennsylvania State University Working Papers” 1999, August, s. 1–45.

17 R. Michaely, K. Womack, *Brokerage Recommendations: Stylized Characteristics, Market Responses, and Biases*, „Cornell University Working Paper” 2002, January.

W tym samym tonie formułowane są wnioski Jegadeesha i Kima¹⁸, którzy wykonali bardzo szeroką analizę rekomendacji, nie tylko na rynku amerykańskim, ale także na innych rynkach światowych. Przeanalizowali oni rewizje wycen z giełd państw G7 w latach 1993–2002. Łączna próba badawcza zawierała ponad 180 000 opracowań. Badacze skupili się na reakcjach rynku w perspektywie od 1 do 2 dni po publikacji wyceny. Wykonane przez nich analizy ponownie wskazały, że rekomendacje negatywne są znacznie rzadziej publikowane niż pozytywne i zjawisko to nie dotyczy jedynie Stanów Zjednoczonych, ale także innych państw uwzględnionych w badaniu, aczkolwiek największa dysproporcja występuje właśnie w USA. We wszystkich państwach, poza Włochami, odnotowano pozytywne zmiany cen odnoszące się do treści rekomendacji w dniu publikacji oraz jeden dzień po niej. Poza Stanami Zjednoczonymi, rynkiem najsilniej reagującym na tego typu opracowania okazała się Japonia. Rozszerzenia wnioskowania na temat rozbieżności reakcji pomiędzy rekomendacjami kupna i sprzedaży na rynkach w Europie dokonał Ryan¹⁹, badając wyceny czterech wiodących domów maklerskich w Dublinie, publikowane od 1998 do 1999 r. W jego badaniu również potwierdzono, że instytucje znacznie częściej wydają rekomendacje pozytywne oraz że rynek silniej reaguje na komunikaty o wydźwięku negatywnym. Autor zauważa także, iż wpływ komunikatów negatywnych jest widoczny na rynku znacznie dłużej niż w przypadku pozytywnych. Istotność ponadprzeciętnych stóp zwrotu osiąganych z rekomendacji kupna jest widoczna jedynie w pierwszym miesiącu od daty ich publikacji, zaś w przypadku komunikatu „sprzedaj” można mówić o istotności nawet do czterech miesięcy. Ryan zaznacza również, że rynek zdaje się negatywnie odnosić do komunikatów o wydźwięku neutralnym, na które reakcja jest zbliżona do tej, towarzyszącej rekomendacjom sprzedaży.

Na podstawie przytoczonych badań można zauważyć, że zarówno rynek amerykański, jak i parkiety europejskie zachowują się w podobny sposób przy odbieraniu komunikatów o wydźwięku pozytywnym i negatywnym, reagując silniej na rekomendacje sprzedaży. Jednakże nie każdy parkiet cechuje się takimi tendencjami, czego dowodzą badania rynków azjatyckich i australijskiego. Chakrabarti²⁰, gromadząc próbę badawczą 2190 rekomendacji dla rynku indyjskiego, doszedł do wniosku, że opracowania maklerów są skuteczne w krótkim horyzoncie, jednak silniejsze reakcje rynku towarzyszą rekomendacjom kupna, czyli zupełnie odwrotnie, niż wskazywałyby na to analizy rynku amerykańskiego. Podobne wnioski

18 N. Jegadeesh, W. Kim, *Value of Analyst Recommendations: International Evidence*, „Value of Analyst Recommendations: International Evidence” 2006, vol. 9, no. 3, s. 274–309.

19 P. Ryan, *Value of Analysts' Investment Recommendations: Evidence from the Irish Stock Market*, „Irish Journal of Management” 2006, vol. 26, no. 2, s. 149–164.

20 R. Chakrabarti, *Should you bet on your broker's advice? A study of analyst recommendations in India*, „Money and Finance” 2005, vol. 2, no. 17, s. 1–22.

uzyskali Kumar, Chaturvedula, Rastogi i Bang²¹, którzy przeanalizowali około 2000 rekordów z okresu od stycznia 2007 do października 2008 r., również dla rynku w Indiach. Ich badanie polegało na ocenie występowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w horyzoncie –10 do +10 dni wokół daty publikacji rekomendacji. Badacze wnioskują, że ponadprzeciętne stopy zwrotu wynikające z publikacji wycen maklerskich mogą być osiąmane w dniu publikacji. W kolejnych dniach istotność statystyczna wyników nie została potwierdzona. Wspomniani autorzy, dzieląc próbę w zależności od wydźwięku rekomendacji, ustalili, że rekomendacje kupna pozwalają na osiąganie ponadprzeciętnych zysków, które można statystycznie potwierdzić, podczas gdy rekomendacje sprzedaży nie powodują istotnych zmian cen.

Chan, Brown, Kee i Ho²² dokonali analizy rekomendacji dla rynku australijskiego, gromadząc próbę około 5000 rekomendacji, których zyskowność analizowali w perspektywie 6 miesięcy. W ich badaniu szczególnie podkreślono rozróżnienie raportów ze względu na ich typ oraz kilka elementów o charakterze technicznym, szczególnie aspekt instytucji publikujących dany raport oraz przynależność wycenianej spółki do różnych indeksów giełdowych. Wynik przeprowadzonych prac wykazał, że najskuteczniejsze na potrzeby konstruowania strategii inwestycyjnych są rekomendacje o wydźwięku pozytywnym, niezależnie od tego, przez kogo zostały opublikowane i jakiej spółki dotyczą. Cztery lata później He²³ dokonał analizy rekomendacji z okresu 1997–2007, notowanych na rynku australijskim. Metodę badawczą oparł o budowanie portfolio zgodnego z sygnałami płynącymi z opracowań maklerskich, a jego efektywność badał w perspektywie kilkudniowej od momentu ich publikacji. Wyniki, które uzyskał He, są analogiczne do wcześniejszego badania Chana²⁴ i wskazują na to, że rekomendacje mogą stanowić istotną wartość dodaną przy konstruowaniu portfela inwestycyjnego. Jest to wniosek tym bardziej istotny, że He jako jeden z nielicznych, w swoich analizach uwzględnił koszty transakcyjne. Dodatkowym wnioskiem z przeprowadzonych analiz jest to, że na rynku australijskim rekomendacje kupna stanowią znacznie wyższą wartość dla inwestorów.

Nie wszystkie opracowania wskazują na tak jednoznaczne rozgraniczenia co do skuteczności konkretnego typu raportu na danej giełdzie. Istnieje cały szereg badań, które w sposób ogólny traktują o skuteczności rekomendacji lub wykazują ją

21 Y. Kumar, C. Chaturvedula, N. Rastogi, N. Bang, *Impact of Analyst Recommendations on Stock Prices*, „The Icfai Journal of Applied Finance” 2009, vol. 15, no. 4, s. 39–52.

22 H. Chan, R. Brown, Y. Kee Ho, *Initiation of brokers' recommendations, market predictors and stock returns*, „Journal of Multinational Financial Management” 2009, vol. 16, s. 213–231.

23 P. He, *The Investment Value of Australian Security Analyst Recommendations: An Application of the Black-Litterman Asset Allocation Model*, „University of Sydney Working Papers” 2009, February, s. 1–112.

24 H. Chan, R. Brown, Y. Kee Ho, *op. cit.*

z uwzględnieniem innego rodzaju czynników. Barber, Lehavy i Trueman²⁵ przeanalizowali rekomendacje z lat 1987–1996 dotyczące rynku amerykańskiego. Wykorzystali stosunkowo prostą metodę badania średnich geometrycznych stóp zwrotu uzyskiwanych poprzez transakcje oparte na komunikatach z rekomendacji. Na tej podstawie orzekli, że zarówno komunikaty pozytywne, jak i negatywne pozwalają na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Zaznaczyli jednak, że w przypadku ich analizy istotną rolę odgrywa renoma domu maklerskiego, który jest autorem opracowania. Z badań wynika, że inwestorzy mają większe zaufanie do dużych instytucji finansowych, o lepszym stopniu rozpoznawalności. Ci sami autorzy rok później dokonali kolejnych analiz, nastawionych w większym stopniu na weryfikację hipotezy o wpływie renomy domu maklerskiego na odbiór rekomendacji²⁶. W tym celu wykorzystali zmodyfikowaną próbę badawczą, przy zachowaniu wcześniejszej metody. Wyniki badania wskazały ponownie, że duże domy maklerskie silnie oddziałują na zmiany cen poprzez wystawione rekomendacje, jednakże tym razem autorzy zauważyli dodatkowo, że sygnały dotyczące spółek małych generują znacznie silniejsze reakcje inwestorów. Odnotowano też asymetrię zmian stóp zwrotu w przypadku opracowań pozytywnych i negatywnych, wskazując, że sygnały sprzedażowe generują wyższe zmiany cen. Poszerzony o McNicholsona dotychczasowy zespół trójki badaczy, w kolejnej analizie uwzględnił koszty transakcyjne i poszerzył próbę badawczą do 360 000 rekomendacji z lat 1985–1996²⁷. Podtrzymując swoje wnioski z poprzednich dwóch publikacji, autorzy dodatkowo zaznaczyli, że dokonując transakcji opartych o komunikaty z rekomendacji i o horyzoncie jednego miesiąca, inwestorzy są w stanie konstruować zyskowe strategie inwestycyjne, jednak uwzględnienie kosztów transakcyjnych znacznie obniża ich rentowność i utrudnia realizację strategii, ponieważ ponadprzeciętne stopy zwrotu są istotne statystycznie, lecz generowane nadwyżki nie są na tyle duże, aby po uwzględnieniu kosztów można było mówić o efektywnej strategii. Autorzy dwa lata później powtórzyli badanie, kładąc szczególny nacisk na lata 2000–2001, które w ich przekonaniu były nietypowe z punktu widzenia zachowań rynku²⁸. Całkowity badany okres w poprzednich analizach obejmował lata od 1986 do 1999, natomiast najnowsze badanie analizowało rekomendacje wydane w latach 1996–2001. Autorzy ponownie podzielili rekomendacje na pięć podstawowych

25 B. Barber, R. Lehavy, B. Trueman, *Brokerage Houses and their Stock Recommendations: Does Superior Performance Persist?*, „University of California Working Paper” 1999, September, s. 1–41.

26 B. Barber, R. Lehavy, B. Trueman, *Are All Brokerage Houses Created Equal? Testing For Systematic Differences In The Performance Of Brokerage House Stock Recommendations*, „University of California Working Paper” 2000, March, s. 1–31.

27 B. Barber, Lehavy, M. McNichols, B. Trueman, *Can investors profit from their prophets? Consensus analyst recommendations and stock returns*, „Journal of Finance” 2001, vol. LVI, no. 2, s. 531–563.

28 B. Barber, Lehavy, M. McNichols, B. Trueman, *Reassessing the return to analysts’ stock recommendations*, „Financial Analysts Journal” 2003, vol. 59, no. 2, s. 88–96.

kategorii według typu komunikatu w nich zawartego i na ich podstawie stworzyli 5 portfeli, których zyskowność była ostatecznie porównywana do wyników strategii Buy&Hold. Nowe analizy wykazały, że rekomendacje najbardziej renomowanych domów maklerskich pozwalały uzyskiwać lepsze stopy zwrotu w latach 1996–1999, jednakże w latach 2000–2001 było odwrotnie. Badacze nadal potwierdzali zasadność wykorzystywania wycen maklerskich w konstruowaniu strategii inwestycyjnych, jednakże nowe wyniki ich badań jednoznacznie wskazały, że skuteczność rekomendacji giełdowych jest ściśle uzależniona od fazy rynku oraz czynników zewnętrznych niezwiązanych bezpośrednio z jakością samych rekomendacji. Potwierdzenie występowania „efektu małych spółek” wykazali również Glezakos, Mylonakis i Papadopoulos²⁹, którzy zbadali rynek grecki w latach 2005–2007. Po przeanalizowaniu 4840 rekomendacji zauważyli, że spółki o niskiej kapitalizacji są dużo bardziej podatne na komunikaty pochodzące z rekomendacji. Portfele stworzone na potrzeby badania i zawierające małe spółki giełdowe generowały stopy zwrotu nawet czterokrotnie wyższe niż te zawierające podmioty duże.

Również Brav i Lehavy³⁰ dokonali analizy zarówno wielkości oddziaływania rynkowego, jak i poprawności predykcji w rekomendacjach. Ich analizy doprowadziły do wniosku, że opublikowanie wyceny powoduje krótkoterminową reakcję inwestorów, zgodną z zawartym w niej komunikatem, jednakże efekt ten nie utrzymuje się dłużej niż kilka dni. Dodatkowo w perspektywie jednego roku ceny badanych przedsiębiorstw średnio różniły się o 28% względem wcześniejszych predykcji. Warto tu jednak podkreślić, że w niniejszym badaniu autorzy oparli się na próbie badawczej z lat 1997–1999, pomijając nietypowy okres 2000–2001, który niewątpliwie był możliwy do uwzględnienia, biorąc pod uwagę datę publikacji artykułu. Nie można więc wykluczyć, że okres ten został celowo pominięty, ponieważ Lehavy uczestniczył w innych badaniach na temat rekomendacji, w tym samym czasie, wskazujących na to, że uwzględnienie lat 2000–2001 zaburza wnioski statystyczne dotyczące skuteczności rekomendacji, która jest zauważalna w okresie wcześniejszym.

He, Mian i Guruswamy³¹ swoje badania ukierunkowali w stronę rozróżnienia skuteczności rekomendacji giełdowych w uzależnieniu od ich twórcy. Aspekt ten jest często poruszany jako element istotny z punktu widzenia skuteczności rekomendacji, jednakże autorzy tym razem podzielili również odbiorców rekomendacji na dużych (instytucjonalnych) i małych (indywidualnych). To rozróżnienie pozwo-

29 M. Glezakos, J. Mylonakis, J. Papadopoulos, *Do Revised Analysts' Recommendations Influence Investors' Decisions and Include a Size Effect?*, „Journal of Money, Investment and Banking” 2011, vol. 21, s. 21–31.

30 A. Brav, R. Lehavy, *An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-term Informativeness and Long-term Dynamics*, „Journal of Finance” 2003, vol. LVIII, no. 5, s. 1933–1967.

31 W. He, G. Mian, S. Sankaraguruswamy, *Who Follows the Prophets? Analysts' Stock Recommendations and the Trading Response of Large and Small Traders*, „National University of Singapore Working Paper” 2005, March, s. 1–43.

liło sformułować bardziej precyzyjne wnioski na temat wykorzystania rekomendacji. Przede wszystkim autorzy, wykorzystując badania okresu 1993–2002, udowodnili, że rekomendacje w pozytywny sposób wpływają na stopy zwrotu. Dodatkowo wskazali, że inwestorzy instytucjonalni bardzo precyzyjnie rozróżniają rekomendacje według tworzących ich instytucji i wykorzystują do podejmowania decyzji inwestycyjnych jedynie raporty tworzone przez tzw. „gwiazdy”, czyli renomowane i duże domy maklerskie. Inwestorzy indywidualni natomiast nie dokonują tak szczegółowych analiz i traktują komunikaty z różnych domów maklerskich w sposób bardziej jednolity. Dalsze wnioski badaczy również wskazują na to, że właśnie z uwagi na fakt nierozróżniania źródła pochodzenia rekomendacji, osiąganego przez małych inwestorów stopy zwrotu nie są regularne i straty występują znacznie częściej niż w przypadku inwestorów instytucjonalnych. Podobne stanowisko na temat wykorzystywania rekomendacji przez różne grupy inwestorów zaprezentowali Mikhail, Walther i Willis³². Badali oni rynek amerykański w latach 1993–1999. Ich wnioski również wskazują na niejednolity sposób wykorzystywania opracowań maklerów. Przede wszystkim duzi gracze rynkowi chętnie wykorzystują pierwotne rekomendacje, a inwestorzy indywidualni zwracają większą uwagę na rewizje wycen. Ponadto inwestorzy instytucjonalni w większym stopniu weryfikują treść pozyskanych rekomendacji. Oznacza to, że instytucje, które pozyskują informacje do konstruowania własnych strategii inwestycyjnych, traktują opracowania domów maklerskich jako podstawę do własnych analiz, a nie gotową informację. Strategia ta jest słuszna tym bardziej, że wykonane badanie wskazało, że inwestorzy instytucjonalni uzyskują dodatnie stopy zwrotu, dokonując decyzji inwestycyjnych przy wykorzystaniu rekomendacji, zaś mali inwestorzy statystycznie tracą. Badacze jednoznacznie skłaniają się ku tezie, że gracze instytucjonalni posiadają znacznie lepsze zaplecze merytoryczne pozwalające na uzyskiwanie przewag inwestycyjnych.

Coraz częściej pojawiające się wnioski na temat różnego poziomu reakcji rynku na rekomendacje pochodzące od różnych podmiotów, skłoniły Bootha, Changą i Zhou³³ do podjęcia poszerzonej analizy wpływu wykonywania rekomendacji przez renomowane instytucje, nie tylko na inwestorów i ceny, ale również na inne domy maklerskie. Autorzy postawili hipotezę na temat wzajemnego wpływu rekomendacji i występowania efektów stadnych wśród analityków. Przeprowadzili analizę ponad 103 000 rekomendacji z rynku amerykańskiego, z lat 1994–2006. Wnioski z przeprowadzonych badań wskazują, że mniejsze domy maklerskie podążają za liderami rynku, co objawia się poprzez publikowanie raportów o podobnym wydźwięku w niedługim czasie po publikacji instytucji wiodącej. Zachowania stadne są silniejsze, jeżeli instytucja wiodąca, poza rekomendacją, opublikuje

32 M. Mikhail, B. Walther, R. Willis, *When Security Analysts Talk, Who Listens?*, „The Accounting Review” 2007, vol. 82, no. 5, s. 1227–1253.

33 L. Booth, B. Chang, J. Zhou, *Which Analysts Lead the Herd in Stock Recommendations?*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 2014, vol. 29, no. 4, s. 464–491.

również prognozy zysków, które są z nią zbieżne. Ponadto publikacje dotyczące dużych przedsiębiorstw będących w centrum zainteresowania inwestorów również powodują silniejsze naśladownictwo w wystawianiu osądów wśród analityków. Wnioski Bootha są zbieżne z wcześniejszą publikacją Jegadeesha i Kima z 2010 roku³⁴, która traktowała o stadnym myśleniu i zachowaniach o charakterze konformistycznym wśród analityków. Autorzy pod rozwagę wzięli 6588 analityków, którzy wystawiali rekomendacje w latach 1990–2005. Zaproponowali oni regresję oceniającą wysokość ponadprzeciętnych stóp zwrotu w uzależnieniu od struktury publikacji rekomendacji i odstępów czasowych pomiędzy nimi. Uzyskane wyniki wskazały, że zachowania stadne są obecne wśród analityków, a duże domy maklerskie pełnią funkcje liderów na rynku. Badacze zauważyli również, że zjawiska podążania za innymi wycenami mają większą szansę na wystąpienie, jeżeli dany analityk (lider) publikuje rekomendacje z mniejszą częstotliwością.

Jegadeesh, Kim, Krische i Lee³⁵ zbadali wielkość skumulowanych ponadprzeciętnych stóp zwrotu przypisanych rekomendacjom oraz wykonali analizę korelacji pomiędzy zwrotami a charakterystykami wycenianych firm. Wykazali, że głównym czynnikiem determinującym wysokość stopy zwrotu jest to, czy spółka jest popularna wśród mediów i inwestorów, a także czy jest to podmiot duży czy mały pod kątem kapitalizacji rynkowej. Rekomendacje lepiej sprawdzają się dla podmiotów popularnych i dużych. Podobne wnioski wyciąga Panchenko³⁶, który stwierdza, że istotny statystycznie wpływ na stopy zwrotu, wywoływany publikacją rekomendacji, jest najlepiej widoczny w przypadku spółek o dużej kapitalizacji.

Pomimo iż wiele publikacji wskazuje na zasadność wykorzystania rekomendacji w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, istnieje zasadniczy problem w jednoznacznym określeniu warunków stosowalności tych opracowań. Jak wykazano wcześniej, istnieją pewne czynniki determinujące poziom oddziaływania rekomendacji na rynek, lecz głównym problemem, generującym niespójności pomiędzy analizami różnych autorów, jest precyzyjne zdefiniowanie horyzontu, w którym należy postrzegać rekomendacje jako użyteczne dla inwestorów.

Wśród przeanalizowanych na potrzeby niniejszej pracy badań można wyróżnić trzy zasadnicze tendencje uwzględniania horyzontu badania. Pierwsza z nich dotyczy analizy zjawiska w bezpośredniej bliskości publikacji rekomendacji, to jest w dniu jej ukazania oraz maksymalnie dzień po. Drugi sposób odnosi się do wpływu rekomendacji w perspektywie od tygodnia do kilkunastu tygodni. Trzeci horyzont, który w tym kontekście można określić jako długoterminowy, ujmuje

34 N. Jegadeesh, W. Kim, *Do Analysts Herd? An Analysis of Recommendations and Market Reactions*, „The Review of Financial Studies” 2010, vol. 23, no. 2, s. 901–937.

35 N. Jegadeesh, W. Kim, S. Krische, C. Le., *Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?*, „Journal of Finance” 2004, vol. 59, no. 3, s. 1083–1124.

36 V. Panchenko, *Impact of Analysts’ Recommendations on Stock Performance*, „The European Journal of Finance” 2007, vol. 13, no. 2, s. 165–179.

zmiennosc w czasie kilku miesiecy do kilku lat od opublikowania wyceny. Warto rowniez zaznaczyc, ze istnieje pewna grupa badan analizujaca wplyw raportow maklerskich na rynek w czasie przed oficjalna publikacja wyceny. Badania te zazwyczaj odnosza sie do perspektywy od kilku do kilkunastu dni przed upublicznieniem rekomendacji.

Poza przytoczonymi wzescniej badaniami, warto wskazac na inne opracowania, w ktorych badacze w znacząco różny sposób określili horyzont możliwego wplywu rekomendacji na rynek. Ertimur, Sunder i Sunder³⁷ sprawdzili poprawność prognoz analityków w perspektywie 15-miesiecznej, wykorzystujac rekomendacje z lat 1990–2004. Na podstawie zgromadzonych prob, wykazali oni pozytywny zwiazek pomiedzy prognozami a faktycznymi zmianami cen w zalozonej perspektywie, przy czym podkreślili, ze procesowi maklerskiej wyceny towarzyszy wiele błędów i konfliktów interesów. Publikowane opracowania rynek odbiera zgodnie z przedstawionymi w nich sygnalami, lecz w przypadku rekomendacji o komunikacie neutralnym inwestorzy odbieraja je w sposób analogiczny do zalecen sprzedazy. Lidén³⁸ analizowal wplyw rekomendacji na szwedzka giełde w latach 1995–2000. Przebadał ponad 2200 wycen pod kątem ich wplywu na zmiany cen oraz wolumenów handlu. Przeprowadzone analizy doprowadzily do wniosków, iz publikacja rekomendacji giełdowej powoduje gwałtowne i skokowe zmiany ceny w dniu publikacji, lecz w kolejnych dniach sa one coraz słabsze, a po dwudziestym dniu od upublicznienia wyceny tendencje zmian ulegaja całkowitemu odwróceniu wzgledem komunikatu z rekomendacji. Efekt ten jest obserwowany tylko w zwiazku z komunikatami o wydzwieku pozytywnym, poniewaz w przypadku zalecen sprzedazy, ich wplyw jest widoczny jeszcze po okresie 20 dni. W ujęciu globalnym analizę przeprowadzil Au³⁹, ktory przeanalizowal ponad 570 000 prognoz z lat w 1987–2004 i pochodzących z 16 różnych krajów, miedzy innymi z Austrii, Francji, Niemiec, Szwajcarii i USA. Wykazal on wplyw rekomendacji na skumulowane stopy zwrotu w horyzontach; 5, 10, 20, 40 i 60 dni od publikacji rekomendacji. Jego badania wskazywaly rowniez, jak w analizach Barbera⁴⁰, ze skutecznosc rekomendacji jest zwiazana z aktualna fazą rynku. Schlumpf, Schmid i Zimmermann⁴¹, analizujac rekomendacje zamieszczane w gazecie „Finanz

37 Y. Ertimur, J. Sunder, S. Sunder, *Measure for Measure: The Relation between Forecast Accuracy and Recommendation Profitability of Analysts*, „Journal of Accounting Research” 2007, vol. 45, no. 3, s. 567–606.

38 E. Lidén, *Swedish Stock Recommendations: Information Content or Price Pressure?*, „Multinational Finance Journal” 2007, vol. 11, no. 3/4, s. 253–285.

39 A. Au, *Capitalising on European analyst earnings estimates and recommendations during different volatility regime periods*, „Journal of Asset Management” 2007, vol. 8, no. 2, s. 74–85.

40 B. Barber, Lehavy, M. McNichols, B. Trueman, *Reassessing...*

41 P. Schlumpf, M. Schmid, H. Zimmermann, *The First- and Second-Hand Effect of Analysts' Stock Recommendations – Evidence from the Swiss Stock Market*, „European Financial Management” 2008, vol. 14, no. 5, s. 962–988.

und Wirtschaft”, za horyzont badania przyjęli okresy: jedynie dnia publikacji, dwóch dni oraz pięciu dni od publikacji, za każdym razem analizując skumulowaną stopę zwrotu. Potwierdzili oni istotność występowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu we wszystkich założonych okresach, ponadto potwierdzając wzmożoną aktywność inwestorów, widoczną we wzroście wolumenów o ponad 100%. Natomiast Billings, Buslepp i Huston⁴² potraktowali rekomendacje jako narzędzie inwestowania długoterminowego, przez co zbadali ich zdolność do generowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w perspektywie jednego roku. Dzieliąc przy tym opracowania na darmowe i płatne, wykazali skuteczność oddziaływania wycen maklerskich na ceny akcji w obu badanych grupach, jednocześnie zaznaczając, iż rekomendacje płatne pozwalają osiągać lepsze wyniki. Specyficzną analizę zaproponował Green⁴³, który badał oddziaływanie rekomendacji w sposób bardzo precyzyjny, uwzględniając zmiany godzinowe. Przebadał ponad 7000 rekomendacji z lat 1999–2002 i wykazał, że najlepsze wyniki inwestycyjne osiągają inwestorzy, którzy dokonują transakcji zgodnych z sygnałem płynącym z rekomendacji dwie godziny przed jej oficjalnym upublicznieniem na rynku. Zgodnie z badaniem autora, strategia inwestycyjna skonstruowana w ten sposób pozwala osiągać zyski na poziomie 30% rocznie. Wskazanie, że rekomendacje pozytywnie wpływają na rynek jeszcze przed datą ich oficjalnych publikacji nie jest jednostkowe. Podobne wnioski wyciąga ze swojego badania David⁴⁴, który analizował parkiet w Tel Awiwie w latach 2004–2005. Jego analizy wykazały duży wzrost stopy zwrotu, któremu towarzyszyło zmniejszone odchylenie standardowe, przed oficjalną publikacją wyceny spółki. Natomiast po niej autor zaobserwował lekki wzrost stopy zwrotu, przy jednoczesnym zwiększeniu odchylenia standardowego. Przez to wyciągnął on wniosek, że rekomendacje przenikają do opinii inwestorów drogami nieformalnymi, ze szkodą dla przejrzystości handlu.

Wskazane analizy pokazują, jak różne może być postrzeganie wpływu publikacji rekomendacji giełdowych na zmienność cen akcji, w odniesieniu do założonego horyzontu inwestycyjnego. Trzeba jednak zauważyć, że stosunkowo silnym trendem badawczym rekomendacji jest ich ocena w perspektywie jednego dnia od publikacji. Warto tu przytoczyć, poza opisanymi wcześniej, kilka badań skupiających się właśnie na takiej perspektywie czasowej. Antunovich i Sarkar⁴⁵ wykazali skuteczność stosowania rekomendacji w perspektywie jednego dnia, chociaż badacze dysponowali próbą zawierającą obserwacje minutowe. Ze wzglę-

42 B. Billings, W. Buslepp, G. Huston, *Worth the Hype? The Relevance of Paid-For Analyst Research for the Buy-and-Hold Investor*, „The Accounting Review” 2014, vol. 89, no. 3, s. 903–931.

43 T. Green, *The Value of Client Access to Analyst Recommendations*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2006, vol. 41, no. 01, s. 1–24.

44 N. David, *Be Careful Of Analysts' Recommendations to Buy*, „International Journal of Economic Perspectives” 2007, vol. 1, no. 1, s. 10–22.

45 P. Antunovich, A. Sarkar, *Fifteen Minutes of Fame? The Market Impact of Internet Stock Picks*, „Journal of Business” 2006, vol. 79, no. 6, s. 3209–3251.

du na trudność pozyskania danych, badania w tak małym interwale czasowym są bardzo rzadkie. Wadą przeprowadzonych analiz jednak jest to, iż obejmuje ona jedynie 120 rekomendacji. Brown, Chan i Ho⁴⁶ badali skumulowane stopy zwrotu od -1 do +1 dni wokół publikacji rekomendacji, pracując na próbie 10 000 rekomendacji australijskich. Wykazali oni, że rewizje rekomendacji są silnym bodźcem napędzającym zmiany ceny na rynku, przy czym ich wielkość jest uzależniona od reputacji analityka oraz rozbieżności pomiędzy wycenami ukazującymi się w podobnym czasie. Blandón i Bosch⁴⁷ badali rynek hiszpański w latach 2000–2008, sprawdzając wpływ rekomendacji publikowanych w gazecie „Expansion” na notowania spółek z grupy BlueChips. Autorzy wykazali pozytywny związek pomiędzy ponadprzeciętnymi stopami zwrotu i rekomendacjami w dniu ich opublikowania. Zaznaczyli również, że już jeden dzień po nim efekt przestaje być zauważalny. Feldman, Livant i Zhang⁴⁸ również są zdania, że wpływ rekomendacji jest widoczny jedynie w oknie analitycznym od dnia przed opublikowaniem rekomendacji do maksymalnie jednego dnia po nim. Swoje wnioski wyciągnęli na podstawie próby badawczej 134 000 rewizji rekomendacji w USA. Rok później Brown i Huang⁴⁹ dokonali analizy na podobnej próbie badawczej dla rynku amerykańskiego. Dzieląc rekomendacje według ich typu, autorzy tworzyli modele stóp zwrotu w horyzoncie do jednego dnia po publikacji wyceny. Wnioskami z przeprowadzonych badań są przede wszystkim potwierdzenie związku pomiędzy opublikowaniem rekomendacji a wystąpieniem ponadprzeciętnych stóp zwrotu, ale również to, że publikowane raporty są często niespójne między sobą, co utrudnia jednoznaczne uchwycenie wpływu każdej z nich na zmienność cen.

2.2. Wyniki badań negujących użyteczność rekomendacji maklerskich na rynkach światowych

Jedną z pierwszych prac drukowanych w czasopiśmie „Econometrica” w 1933 r. W swoich rozważaniach autor przeanalizował 7500 rekomendacji giełdowych pochodzących od 45 amerykańskich instytucji finansowych. Badanie obejmowało

46 R. Brown, H. Chan, Y. Ho, *Analysts' recommendations: From which signal does the market take its lead?*, „Review of Quantitative Finance and Accounting” 2009, vol. 33, no. 2, s. 91–111.

47 J. Blandón, J. Bosch, *Short-term effects of analysts' recommendations in Spanish blue chips returns and trading volumes*, „Estudios de Economía” 2009, vol. 36, no. 1, s. 33–46.

48 R. Feldman, J. Livant, Y. Zhang, *Analysts' Earnings Forecast, Recommendation, and Target Price Revisions*, „The Journal of Portfolio Management” 2012, vol. 38, no. 3, s. 120–132.

49 L. Brown, K. Huang, *Recommendation-Forecast Consistency and Earnings Forecast Quality*, „Accounting Horizons” 2013, vol. 27, no. 3, s. 451–467.

publikacje z okresu od 1928 do 1932 r. dotyczące spółek notowanych na giełdzie amerykańskiej. Przeprowadzone analizy polegały na określaniu wielkości błędów prognostycznych popełnianych przez analityków giełdowych, uwzględniając docelowy horyzont analiz powyżej jednego roku. Warto tu zaznaczyć, że podjęte przez Cowelsa badania, zakładające weryfikację poprawności raportów maklerów w horyzoncie kilkudziesięciu tygodni, wydawały się zasadne z punktu widzenia charakteru rekomendacji giełdowych i wniosków z nich płynących. Autor uznał, że skoro prognozy analityków odnoszą się do perspektywy rocznej bądź dłuższej, to ich poprawność należy testować właśnie w takim ujęciu, stąd za horyzont swoich badań przyjął nawet kilka lat. Przy przyjętym założeniu odnośnie horyzontu badania, badacz poszukiwał prawdopodobieństwa uzyskania pozytywnych odchyłeń stopy zwrotu w badanej zbiorowości. Oznacza to więc, że Cowels miał świadomość, że analiza docelowych wartości prognozowanych przez analityków w tak długim odstępie czasowym może być bardzo myląca i zniekształcona przez wiele wydarzeń, które miały miejsce od momentu wydania rekomendacji aż do momentu jej weryfikacji, dlatego przyjął założenie bezpieczniejsze, nastawione na uchwycenie samego faktu pozytywnego odchylenia stopy zwrotu w badanym horyzoncie. Jednakże wnioskiem z jego badania jest to, że długoterminowe wykorzystywanie rekomendacji giełdowych nie pozwala uzyskać pozytywnych efektów inwestycyjnych, gdyż prognozy analityków są obarczone zbyt dużymi błędami.

Walker i Hatfield⁵⁰ w swojej analizie skupili się na użyteczności rekomendacji dla inwestorów indywidualnych. Założyli oni, że ta grupa odbiorców analiz maklerskich jest najbardziej zainteresowana wnioskami z nich płynącymi, ponieważ wśród inwestorów indywidualnych możemy mieć do czynienia z największą grupą podmiotów nieposiadających kierunkowego wykształcenia uprawniającego do podejmowania samodzielnych analiz i decyzji inwestycyjnych. Swoje badanie wykonali na próbie 329 rekomendacji dla rynku amerykańskiego w latach 1988–1990, analizując efektywność portfeli opartych o sygnały pochodzące z rekomendacji giełdowych na tle indeksu rynkowego. Wykorzystali klasyczne mierniki efektywności portfela (wskaźnik Sharpa Traynora i Jensena). W ich badaniach analizowano horyzont krótszy niż u Cowelsa, autorzy skupili się na okresie poniżej jednego roku. Wnioski płynące z ich badań nie są jednak pozytywne z punktu widzenia wykorzystywania rekomendacji giełdowych, ponieważ wskazują, iż portfele tworzone na podstawie komunikatów z rekomendacji są mniej efektywne niż portfel rynkowy, nawet jeżeli nie zostaną uwzględnione koszty transakcyjne. Ponadto istotnym wnioskiem płynącym z wykonanych przez nich analiz jest to, że opublikowanie rekomendacji giełdowej skutkuje skokowymi i krótkoterminowymi zmianami ceny w dniu ujawnienia raportu. W badanej próbie uzyskali oni wynik skokowego wzrostu cen o +4% w przypadku rekomendacji o wydźwięku

50 M. Walker, G. Hatfield, *Professional Stock Analysts' Recommendations: Implications for individual investors*, „Financial Services Review” 1996, vol. 5, no. 1, s. 13–29.

pozytywnym oraz od 4 do 6% w przypadku rekomendacji negatywnych. Ponadto zauważyli, że metoda wyceny wykorzystana w raporcie domu maklerskiego może mieć wpływ na jego oddziaływanie rynkowe. Mnogość wniosków wyciągniętych z przeprowadzonego badania jest jednak osłabiona przez fakt, iż badacze przeanalizowali jedynie 329 rekomendacji, co stanowi bardzo małą część faktycznie opublikowanych analiz w badanym okresie. Jednakże wnioski płynące z badania Walkera i Hatfielda wskazują na dalsze elementy konieczne do uwzględnienia przy ocenie skuteczności rekomendacji.

Eames, Glover i Kennedy⁵¹ przeanalizowali brokerskie prognozy zysków oraz rekomendacje z lat 1988–1996. Głównym elementem ich badań była weryfikacja jakości przewidywań maklerów, odzwierciedlona w odchyleniach pomiędzy prognozowaną i faktyczną wielkością wskaźnika EPS w badanych spółkach, w horyzoncie powyżej jednego roku. Docelowo badacze dążyli do zweryfikowania występowania heurystyki nadmiernego optymizmu w przygotowywanych opracowaniach, dlatego też wykonane analizy nastawione były na poprawność, a nie użyteczność rekomendacji maklerskich. Efektem przeprowadzonych prac było stwierdzenie, iż prognozy analityków są istotnie zawyżone w przypadku rekomendacji kupna, zaś przy komunikatach „sprzedaj” są one zbyt pesymistyczne. Uzyskane wyniki cechują się istotnością statystyczną. Badacze wykazali również bardzo istotną dla dalszych analiz rozbieżność prognoz pomiędzy rekomendacjami giełdowymi a prognozami zysków. Wykazując niespójność pomiędzy tymi opracowaniami, doprowadzili do konieczności postawienia pytania o wyższość któregoś z tych dwóch rodzajów opracowań na potrzeby dokonywania decyzji inwestycyjnych. Podobny problem badawczy postawili sobie Clarke, Ferris, Jayaraman i Lee⁵², zadając pytania o występowanie nadmiernego optymizmu w rekomendacjach maklerskich, osadzonych konkretnie w sytuacji zgłaszania przez wyceniane przedsiębiorstwa wniosków o upadłość. Przebadali oni 384 firmy, które rozpoczęły procedurę upadłościową w okresie 1995–2001. Skonstruowane w ten sposób badanie miało na celu: po pierwsze weryfikację występowania heurystyk w procesie tworzenia wycen, po drugie ocenę reakcji rynku na publikowane rekomendacje. Należy zauważyć, że wybrany przez autorów kontekst był bardzo silnie nacechowany aspektami negatywnymi, wynikającymi z sytuacji analizowanych firm, dlatego też w przypadku występowania nadmiernego optymizmu, heurystyka ta tym bardziej powinna być potwierdzona. Wyniki przeprowadzonych badań wskazały, że wykonywane przez analityków raporty nie są precyzyjne i ciężko

51 M. Eames, S. Glover, J. Kennedy, *The Association between Trading Recommendations and Broker-Analysts' Earnings Forecasts*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, no. 1, 2002, s. 85–104.

52 J. Clarke, S. Ferris, N. Jayaraman, J. Lee, *Are Analyst Recommendations Biased? Evidence from Corporate Bankruptcies*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2006, vol. 41, no. 1, s. 169–196.

dokonać parametryzacji powstających w nich błędów. Ponadto wykazano, że rynek całkowicie ignoruje publikowane rekomendacje, szczególnie jeżeli pojawiają się one na rynku w tym samym roku, w którym wyceniana firma zgłasza wniosek o upadłość. Należy więc wnioskować, że odbiorcy rekomendacji nie mają zaufania do ich treści w obliczu silnych negatywnych sygnałów pochodzących bezpośrednio z przedsiębiorstw.

Azzi i in.⁵³ badali rekomendacje maklerskie wystawiane dla rynków europejskich w latach 1994–2004. Podobnie jak Cowels⁵⁴, skupili się oni na prawidłowości sygnałów pochodzących z wycen. Dodatkowo założyli, że istnieją przesłanki wskazujące, że skuteczność raportów z okresu giełdowego rozkwitu lat 90. może być inna niż w okresie bessy, dlatego podzielili swoją próbę badawczą według danych faz rynku. Uwzględnili również kraj pochodzenia wyceny jako czynnik determinujący jej jakość. Wykorzystując proste miary związku pomiędzy poprawnością rekomendacji a technicznymi ich parametrami, autorzy wykazali, że rekomendacje mogą wносить użyteczne informacje do procesu decyzyjnego, jednakże są one nietrwałe i silnie zdeterminowane przez heurystyki oraz fazy rynku, co nakazuje zastanowić się nad tym, czy rekomendacje są przyczynkiem do powstawania wzrostów i spadków na rynkach, czy też są ich efektem i są tworzone według aktualnie panującego trendu. Autorzy zwracają również uwagę na różnice w uwarunkowaniach prawnych i konstrukcji systemów finansowych w różnych krajach, które determinują jakość i skuteczność publikowanych prognoz. Badania wskazały, iż najbardziej użyteczne były rekomendacje niemieckie i włoskie, zaś najgorsze francuskie i brytyjskie.

Cai i Xu⁵⁵ postanowili dokonać weryfikacji skuteczności rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem różnych horyzontów czasowych: 10 dni, 1 miesiąca, 6 miesięcy i 12 miesięcy. Przebadali oni rekomendacje publikowane w Barron's Research Reports w okresie od stycznia do grudnia 2004 r. W tym czasie opublikowano 484 opracowania dla giełdy amerykańskiej. Cai i Xu swoje badanie oparli na tzw. analizie zdarzeń, przy której próbuje się uchwycić wpływ konkretnego wydarzenia na zachowanie się akcji. W tym przypadku wydarzeniem jest opublikowanie rekomendacji giełdowej w dniu oznaczonym jako „zerowy”. Autorzy obliczyli średnią stopę zwrotu przed momentem publikacji, a także modelową stopę zwrotu w badanych horyzontach i dokonywali wnioskowania na temat odchylenia stóp zwrotu po publikacji rekomendacji względem średnich zmian cen przed nią. Wnioski płynące z wykonanych analiz są dwuznaczne, ponieważ z jednej stro-

53 S. Azzi, R. Bird, P. Ghiringhelli, E. Rossi, *Biases and information in analysts' recommendations: The European experience*, „Journal of Asset Management” 2005, vol. 6, no. 5, s. 345–380.

54 A. Cowles, *Can Stock Market Forecasters Forecast?*, „Econometrica” 1993, vol. 1, no. 3, s. 309–324.

55 F. Cai, L. Xu, *Short and long term impact of stock recommendations published in Barron's*, „Northeast Business & Economics Association Academic Journal” 2007, vol. 1, s. 203–206.

ny autorzy wskazują na brak istotności statystycznej ponadprzeciętnych zysków w każdym z badanych horyzontów, z drugiej zaś wskazują, że inwestorzy mogą osiągać zyski ze strategii opartych na sygnałach pochodzących z rekomendacji giełdowych w perspektywie 6 i 12 miesięcy. W tej sytuacji należy powtórzyć za Azzim⁵⁶, że prawdopodobna jest teza o tym, iż rekomendacje są tworzone pod aktualnie występujący trend rynkowy.

Barniv i in.⁵⁷ wyszli z założenia, że problemy związane z wykorzystywaniem rekomendacji na potrzeby inwestycyjne nie są spowodowane przez brak wiedzy i problemy natury metodologicznej, lecz głównie przez aspekty behawioralne i systemowe. Podjęli oni próbę oceny skuteczności wycen maklerów w różnych krajach europejskich, dzieląc je pod kątem stopnia ochrony prawnej inwestorów. Przebadali rekomendacje z lat 1997–2007, z 30 krajów, uwzględniając takie czynniki jak efektywność systemu sądowego czy indeks korupcji. Łącznie zbadali 150 000 raportów przez pryzmat analizy skumulowanej stopy zwrotu. Przeprowadzone analizy doprowadziły autorów do wniosku, że publikowane rekomendacje są skorelowane w sposób negatywny z faktycznymi przyszłymi stopami zwrotu. Wskazali również, że efekt ten jest głównie skumulowany w krajach o wysokim stopniu ochrony interesów inwestora, natomiast w państwach o niskim poziomie ochrony, związek ten może być wręcz odwrotny. Badacze nie podają jednak jednoznacznej interpretacji tej specyficznej sytuacji, która mogłaby sugerować, że np. w krajach o wyższym poziomie korupcji stosowanie rekomendacji maklerskich jest bardziej uzasadnione z punktu widzenia konstruowania strategii inwestycyjnej. Aczkolwiek z takiego podejścia wyłania się osobny nurt badań nad rekomendacjami, wskazujący na negatywne związki pomiędzy dużymi instytucjami finansowymi, które wypaczają jakość wycen maklerów.

Keasler i McNeil⁵⁸ w swojej analizie rekomendacji rozpowszechnianych za pośrednictwem portalu TheStreets.com skupili się na skokowej zmianie ceny tuż po ukazaniu się rekomendacji w popularnym w Stanach Zjednoczonych programie o tematyce inwestycyjnej „Mad Money”, nadawanym przez CNBC⁵⁹. Autorzy, mając świadomość specyficznego źródła pochodzenia proponowanych wycen i rekomendacji kupna bądź sprzedaży, oparli swoje badania na tym, że program w owym czasie miał wysoką oglądalność, a jego specyficzna forma wydawała się zachęcać

56 S. Azzi, R. Bird, P. Ghiringhelli, E. Rossi, *op. cit.*

57 R. Barniv, O. Hope, M. Myring, W. Thomas, *International Evidence on Analyst Stock Recommendations, Valuations, and Returns*, „Contemporary Accounting Research” 2010, vol. 27, no. 4, s. 1131–1167.

58 T. Keasler, C. McNeil, *Mad Money stock recommendations: Market reaction and performance*, „Journal of Economics and Finance” 2010, vol. 34, no. 1, s. 1–22.

59 To amerykański program o finansach prowadzony przez Jima Cramera, którego nadawanie rozpoczęło w marcu 2005. W programie głównie poruszane są wątki dotyczące inwestowania i spekulacji, szczególnie w odniesieniu do spółek giełdowych – <https://www.cnbc.com/mad-money/> [dostęp: 14.07.2017].

potencjalnych inwestorów amatorów i półprofesjonalistów. Dokonali oni sprawdzenia reakcji cen na komunikaty wystosowane w wyemitowanym programie, na pierwszej sesji giełdowej po nim następującej. Wykorzystali prostą metodę badawczą, opartą na porównaniu stopy zwrotu z danej spółki na tle historycznej średniej obliczonej na podstawie 100 ostatnich sesji giełdowych. Badacze potwierdzili bardzo krótkoterminowy wpływ analizowanych rekomendacji, przy jednoczesnym wskazaniu, iż nie istnieją żadne dowody na długoterminowe oddziaływanie medialnych komunikatów na zmiany cen. Z tego powodu autorzy zalecają ostrożność przy wykorzystywaniu tego typu analiz do podejmowania decyzji.

Analizy zbliżone do tych wykonanych przez Barniva⁶⁰ zaproponowali również Palmon i Yezegel⁶¹, odnosząc się w swoim badaniu do kwestii regulacji oraz przejrzystości systemu finansowego oraz wpływu tych czynników na jakość i odbiór rekomendacji giełdowych. Szczególną uwagę przywiązali do amerykańskiej „Regulation Fair Disclosure” (regulacji FD)⁶², wprowadzonej przez Amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i giełd w sierpniu 2000 r. Jednym z podstawowych zapisów regulacji jest nakaz publikowania przez spółki publiczne wszystkich istotnych informacji dla wszystkich inwestorów jednocześnie. Regulacje wprowadzono w celu ograniczenia problemu ujawniania informacji finansowych inwestorom instytucjonalnym wcześniej niż innym. Badacze zweryfikowali skuteczność prognoz umieszczonych w rekomendacjach maklerskich w podziale na dwie grupy: przed i po wprowadzeniu regulacji FD. Podstawowym kryterium skuteczności były osiągnięte stopy zwrotu przypisane do rekomendacji w horyzoncie dwóch dni od opublikowania raportu. Wykonane analizy wykazały, że wprowadzenie nowych regulacji obniżyło skuteczność rekomendacji o około 55% i zredukowało ponadprzeciętne stopy zwrotu o około 70%. W tym kontekście badacze jednoznacznie wskazują, że wystawianie rekomendacji giełdowych odbywało się w kontekście pewnej gry toczącej się na rynku amerykańskim pomiędzy dużymi graczami. Tak sformułowane wnioski stawiają w bardzo niekorzystnym świetle mechanizmy, które towarzyszą tworzeniu i publikacji rekomendacji giełdowych, wskazując na to, iż są one wykonywane z nastawieniem na krótkoterminowe posunięcia i spekulację giełdową, a nie na potrzeby długoterminowych strategii inwestycyjnych.

W korespondencji do wcześniejszych badań Barniva⁶³, Singer, Laser i Dreher⁶⁴ dokonali podobnej analizy dla rynku niemieckiego, testując ponad 2800 rekomendacji opublikowanych przez „Frankfurter Allgemeine Zeitung” między wrześniem

60 R. Barniv, O. Hope, M. Myring, W. Thomas, *op. cit.*

61 D. Palmon, A. Yezegel, *Analysts' Recommendation Revisions and Subsequent Earnings Surprises: Pre- and Post-Regulation FD*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 2011, vol. 26, no. 3, s. 475–501.

62 <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm> [dostęp: 22.05.2017].

63 R. Barniv, O. Hope, M. Myring, W. Thomas, *op. cit.*

64 N. Singer, S. Laser, F. Dreher, *Published stock recommendations as investor sentiment in the near-term stock market*, „Empirical Economics” 2013, vol. 45, no. 3, s. 1233–1249.

2008 r. a styczniem 2011 r. Głównym celem badania było sprawdzanie występowania sentymentu zobrazowanego poprzez autokorelację stopy zwrotu. W przeciwieństwie do Barniva, jako narzędzie badawcze autorzy wykorzystali tu analizę VAR, wykonując badania stopy zwrotu w kolejnych podokresach. Wnioski uzyskane z przeprowadzonego badania również nie są całkowicie zbieżne z wcześniejszym badaniem rynku amerykańskiego, ponieważ autorzy wykazali wpływ autokorelacji stóp zwrotu na publikowane prognozy zysków, lecz nie potwierdzili tego zjawiska w przypadku wykonywania rekomendacji maklerskich. Ostatecznie jednak ich przemyślenia wskazują na brak użyteczności informacji płynących bezpośrednio z analiz maklerskich, ponieważ są one pewną pochodną aktualnie występujących trendów rynkowych.

Negatywne wnioski na temat zasadności przypisania pozytywnych stóp zwrotu z akcji do komunikatów płynących z rekomendacji wyrazili również Bonini i in⁶⁵. Przeanalizowali oni rekomendacje z giełdy włoskiej, pochodzące z 47 domów maklerskich i wystawione w latach 2000–2006. Łącznie badacze zgromadzili ponad 12 000 analiz dla 98 firm notowanych na parkiecie we Włoszech. Głównym celem ich analizy była weryfikacja stopnia poprawności analiz maklerów w perspektywie do 12 miesięcy od wydania. Przeprowadzone badanie wykazało, że maklerskie prognozy są systematycznie obarczone błędami, ponadto są autoskorelowane, nie wykazują regresji do średniej, a wysokość błędów przy prognozowaniu ceny docelowej jest bardzo wysoka i sięga nawet 36%. Badacze wskazali również czynniki determinujące wysokość powstających błędów prognostycznych. Ich zdaniem, wyższy potencjał wzrostu, rozumiany jako różnica pomiędzy docelową ceną w rekomendacji a ceną w dniu jej wystawienia, zwiększa skalę popełnianych błędów. Negatywnie wpływa na nie także wielkość wycenianej firmy (dodatnia korelacja wskazuje, że im jest ona większa, tym potencjalny błąd prognozy również). Badacze zauważają także, że w przypadku przedsiębiorstw, które regularnie nie osiągają zysków, jednocześnie problemy z poprawną wyceną są większe. Ostatecznie zauważają także, że wzrost intensywności publikowania rekomendacji dla jednej spółki negatywnie odbija się na ich jakości. Oznacza to, że wzrost ilości publikowanych rekomendacji zmniejsza potencjał generowania zysków w oparciu o nie.

Jones i Johnstone⁶⁶ w swoich badaniach nawiązali do pracy Clarke'a⁶⁷, sprawdzając poprawność rekomendacji w kontekście upadłości wycenianych przedsiębiorstw. Ich podejście jednak jest nieco inne, ponieważ skupia się na wskazaniu zależności pomiędzy wystawionymi rekomendacjami a perspektywą upadłości firmy. Przebadali oni 118 bankructw z lat 2000–2010. 72% z nich pochodziło ze

65 S. Bonini, L. Zanetti, R. Bianchini, A. Salvi, *Target Price Accuracy in Equity Research*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2010, vol. 37, no. 9 & 10, s. 1177–1217.

66 S. Jones, D. Johnstone, *Analyst Recommendations, Earnings Forecasts and Corporate Bankruptcy: Recent Evidence*, „The Journal of Behavioral Finance” 2012, vol. 13, s. 281–298.

67 J. Clarke, S. Ferris, N. Jayaraman, J. Lee, *op. cit.*

Stanów Zjednoczonych, pozostałe z Europy. W badanej grupie znalazły się również firmy określone jako grupa kontrolna, czyli te, które nie zgłosiły wniosku o upadłość. Autorzy sprawdzali jak wyglądały rekomendacje maklerskie i perspektywy prognozowane przez analityków przed faktycznym ogłoszeniem upadłości. Zgodnie z zaproponowanym przez nich modelem, rekomendacje w przypadku badanych przedsiębiorstw były zbyt optymistyczne i mylące. W skrajnych przypadkach prognozowano pozytywne scenariusze nawet miesiąc przed ogłoszeniem upadłości. Badacze udowodnili w ten sposób występowanie zjawiska nadmiernego optymizmu w przygotowywaniu raportów, ale również pewien istotny poziom dezinformacji lub niedokładności przy przygotowywaniu rekomendacji.

Loh i Stulz⁶⁸ w swoich badaniach podjęli tematykę oddziaływania rekomendacji aktualizujących wcześniejsze wyceny. Pod rozwagę wzięli opracowania amerykańskie z lat 1993–2006, czyli zarówno przed, jak i po wprowadzeniu regulacji FD. Wpływ rekomendacji badali w perspektywie jedynie dwóch dni od momentu ich publikacji. Zbudowali model oparty na kilkunastu parametrach, który miał określić czynniki determinujące wielkość wpływu opublikowania analizy maklerskiej na zmianę ceny w krótkim okresie. Wykonane estymacje wskazały, że jedynie 12% rekomendacji miało istotny statystycznie wpływ na zmienność ceny. Wynik ten pokazuje dużą nieufność inwestorów do wycen maklerów, powodującą niski poziom reakcji na komunikaty z nich płynące. Warto jednak zaznaczyć, że istotnym wnioskiem płynącym z wykonanych przez Loha i Stulza badań, jest wskazanie na kilka istotnych czynników kształtujących postrzeganie rekomendacji przez inwestorów. Najważniejszym z nich jest reputacja instytucji, która wykonała dany raport. To natomiast oznacza, iż odbiorcy rekomendacji nie traktują ich jako jednolitych raportów o podobnej jakości i mają świadomość różnego poziomu jakości opracowań pochodzących z różnych instytucji. Dodatkowo siła oddziaływania raportu na ceny jest wyższa, gdy wraz z rekomendacją zostanie opublikowany raport dotyczący prognozy zysków badanego przedsiębiorstwa. To natomiast prowadzi do potwierdzenia wniosków wyciągniętych przez Eamesa⁶⁹ na temat rozbieżności pomiędzy rekomendacjami a raportami prognoz zysku, której odbiorcy rekomendacji są świadomi.

Interesujące wnioski na temat funkcjonowania rekomendacji maklerskich wysnuł również Schuster⁷⁰, który swoje wnioskowanie oparł na zbiorze badań innych autorów skupionych wokół wykorzystywania rekomendacji maklerskich dla osiągania ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Zgromadzone przez niego analizy miały charakter globalny i wykorzystywały różne metody badawcze. Autor na ich

68 R. Loh, R. Stulz, *When Are Analyst Recommendation Changes Influential?*, „The Review of Financial Studies” 2011, vol. 24, no. 2, s. 593–627.

69 M. Eames, S. Glover, J. Kennedy, *op. cit.*

70 T. Schuster, *Fifty-Fifty. Stock Recommendations and Stock Prices. Effects and Benefits of Investment Advice in the Business Media*, „Leipzig University Working Paper” 2003, March, s. 1–36.

podstawie zaciągnął kilka zasadniczych wniosków, które pojawiały się w sposób częstszy niż jednostkowy. Schuster, powołując się na kilkadziesiąt analiz wykonanych przed rokiem 2003, ocenia, że rekomendacje giełdowe są nieprzydatne i wręcz szkodliwe dla inwestorów indywidualnych. Powodem takich przemyśleń jest fakt, iż zgromadzony przez niego materiał badawczy wskazuje, że strategie oparte na analizach maklerów przynoszą zyski głównie przed datą publikacji. To natomiast potwierdza wcześniej przytoczone przemyślenia o specyficznych powiązaniach występujących pomiędzy instytucjami finansowymi, które wymieniają się informacjami wcześniej, niż zostają one oficjalnie upublicznione. Szkodliwość rekomendacji dla małych inwestorów polega przede wszystkim na tym, iż są one tworzone przez duże i rozpoznawalne instytucje finansowe, co zwiększa u odbiorców raportu heurystyczne skrzywienia, związane z tzw. „efektem guru”, przez co mogą oni mieć tendencję do wykorzystywania informacji zawartych w rekomendacjach bez stosownej dozy przemyśleń własnych. Łącząc to z faktem, iż klienci instytucjonalni wykorzystali komunikaty z analiz maklerskich wcześniej, indywidualni inwestorzy nie są w stanie zdyskontować rekomendacji w odpowiednim czasie, narażając się na straty, ponieważ wiele analiz wskazuje, iż zmiany cen po opublikowaniu raportu są krótkotrwałe, a często wręcz niemożliwe do potwierdzenia statystycznie.

Podsumowując, należy zauważyć, że istnieje szereg analiz wskazujących na to, że rekomendacje giełdowe nie stanowią istotnego źródła informacji, wnoszących wartość dodaną w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Autorzy, którzy doszli do negatywnych wniosków związanych z funkcjonowaniem wycen maklerskich, wskazują na kilka istotnych obszarów, które stanowią o problemach z ich wykorzystaniem. Pierwszym z nich jest nieprawidłowe funkcjonowanie mechanizmów rynkowych, doprowadzające do zachowań o charakterze patologicznym. Szczególnie należy tu podkreślić negatywne konsekwencje niektórych relacji pomiędzy domami maklerskimi a wycenianymi podmiotami lub innymi instytucjami finansowymi zainteresowanymi rekomendacją. Drugi problem związany jest z niedostateczną przejrzystością i transparentnością wykonywanych analiz, której często towarzyszy niespójność przygotowywanych raportów, nie tylko pomiędzy różnymi instytucjami, ale także w obrębie poszczególnych domów maklerskich. Trzecia kwestia dotyczy nieefektywności przepływu informacji pomiędzy uczestnikami rynku giełdowego, która doprowadza do nierównomiernego i opóźnionego docierania informacji do szerokiej grupy inwestorów. Ostatecznie problem stanowią również metodyczne aspekty przygotowywania rekomendacji, które mogą stanowić o ich niedokładności bądź o błędach bezpośrednio przekładających się na poprawność przedstawianych osądów.

2.3. Funkcjonowanie i użyteczność rekomendacji na polskim rynku kapitałowym

Badania dotyczące rekomendacji rynku polskiego zdają się wpisywać w trendy światowe pod względem stosowanej metodologii, a także osiąganych wyników. Jednakże, ze względu na relatywnie krótką historię polskiego rynku giełdowego, wykonywane analizy nie sięgają tak dalekiego historycznie okresu, jak w przypadku rynków zagranicznych, szczególnie amerykańskiego.

Jedną z pierwszych prób badania procesu wyceny przedsiębiorstw przez maklerów podjęli Zarzecki i Matecki w 2006 r.⁷¹ Nie skupili się jednak bezpośrednio na wpływie rekomendacji na notowania akcji, lecz przeanalizowali sam schemat tworzenia wycen pod kątem wykorzystywanych standardów, metod i technik. Zauważyli, że analitycy w Polsce nie wykonują rekomendacji w sposób jednolity metodologicznie. Zauważalne są istotne różnice w przyjmowanych założeniach dotyczących parametrów wyceny, które dotyczą nie tylko różnych domów maklerskich, ale także analityków w obrębie poszczególnych instytucji. Efektem braku jednolitych procedur jest publikowanie wzajemnie sprzecznych rekomendacji ukazujących się w podobnym czasie i dotyczących tych samych firm. Problem ten w oczywisty sposób utrudnia późniejszą analizę wpływu poszczególnych rekomendacji na notowania giełdowe. Do podobnych wniosków dochodzą również Pastusiak i Keller⁷², którzy w swoim badaniu zauważają duże dysproporcje w publikowaniu rekomendacji o wydźwięku pozytywnym względem negatywnych, nawet w obliczu pogarszających się trendów gospodarczych. Ponadto wskazują oni, że brak jednolitych procedur, skutkuje subiektywizmem analityków, doprowadzającym do kształtowania rekomendacji przez efekty heurystyczne, takie jak naśladownictwo i konformizm w wydawaniu osądów.

Natomiast Hamrol i Mikołajewicz⁷³ doszli do wniosku, że tak często stosowana w rekomendacjach giełdowych analiza fundamentalna, nie daje możliwości selekcjonowania spółek, które należałoby kupić lub sprzedać zgodnie z wykonaną finalnie wyceną. Autorzy zarzucają, iż standardowy okres ważności rekomendacji, który wynosi od 9 do 12 miesięcy, nie odpowiada założeniom i procedurom wykorzystywanym w analizie fundamentalnej. Tym samym skłaniają się oni ku tezie,

71 D. Zarzecki, T. Matecki, *Rekomendacje biur maklerskich – próba analizy*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006.

72 R. Pastusiak, J. Keller, *The structure of stock exchange recommendations in Poland in the context of anchoring effect and excessive optimism*, „Journal of Economics, Business and Management” 2013, vol. 1, no. 3, s. 304–309.

73 M. Hamrol, G. Mikołajewicz, *Analiza fundamentalna i jej wykorzystanie w rekomendacjach biur maklerskich*, [w:] D. Zarzecki D. (red.), *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003.

że wycena zaprezentowana w rekomendacji może determinować jedynie kierunek zmian oraz jej siłę, a nie zaś docelową wartość w ustalonym horyzoncie czasowym.

Gurgul⁷⁴ podjął jedną z pierwszych prób zbadania krótkoterminowego oddziaływania rekomendacji na zmiany cen. Jego analizy wykazały, że istnieje możliwość uzyskiwania ponadprzeciętnych stóp zwrotu przy użyciu rekomendacji, jeżeli dokona się transakcji zgodnej z zawartym w nich komunikacie, w momencie ich pierwszego ogłoszenia. Autor przeanalizował łącznie 139 wycen maklerskich z lat 1995–2003, a zmienność stóp zwrotu badał przy wykorzystaniu modelu rynkowego. Pozytywne związki pomiędzy rekomendacjami a zmianami stóp zwrotu zostały wykazane jednak jedynie w odniesieniu do raportów o wydzwieku negatywnym, które wywoływały ponadprzeciętne i istotne statystycznie stopy zwrotu w dniu przed oficjalnym upublicznieniem raportu. Wnioski te nie przekładają się na rekomendacje neutralne i pozytywne, przy których efekt ten nie został potwierdzony.

Mielcarz, Podgórski i Waremczuk⁷⁵ w swojej analizie z 2007 r. wykazali, że publikacja rekomendacji o wydzwieku pozytywnym powoduje wystąpienie ponadprzeciętnych stóp zwrotu w dniu wydania wyceny. Poszerzone analizy wykonane przez Mielcarza i Podgórskiego⁷⁶ w 2008 r. potwierdziły również oddziaływanie rekomendacji negatywnych na zmiany cen w dniu publikacji rekomendacji. W przypadku rekomendacji kupna, autorzy wykazali średni ponadprzeciętny zwrot w wysokości 0,79%, natomiast w przypadku komunikatów zlecających sprzedaż, stopa zwrotu wynosiła –0,38%. Trzeba jednak zauważyć, że przytoczone powyżej badania obejmują stosunkowo krótki okres, od stycznia 2005 do grudnia 2006 r.

Buzała⁷⁷ w swoim badaniu wykorzystał opracowania maklerskie z lat 2010–2011, również podejmując próbę wykazania występowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu związanych z publikacją rekomendacji, przy czym za ten moment uznał upublicznienie ich na stronie internetowej www.gpwinfstrefa.pl⁷⁸. W analizie korzystał z wycen dotyczących przedsiębiorstw z indeksu WIG20, a okno analiz obejmowało okres od –15 do +30 dni względem publikacji. Autorowi udało się wykazać, że w dniu upublicznienia rekomendacji kupna generowały one

74 H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny Papierów Wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.

75 P. Mielcarz, B. Podgórski, P. Waremczuk, *Positive recommendations and abnormal returns in the Warsaw Stock Exchange in 2005–2006*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *The problems of company value management*, Publishing House Print Group Daniel Krzanowski, Szczecin 2007, s. 181–190.

76 P. Mielcarz, B. Podgórski, *Wpływ negatywnych i neutralnych rekomendacji na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu na GPW w latach 2005–2006*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2008, nr 7, s. 533–543.

77 P. Buzała, *Reakcja inwestorów na rekomendacje giełdowe. Implikacje dla efektywności rynku akcji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 689: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2012, nr 50, s. 11–20.

78 InfoStrefa S.A. to spółka należąca do Polskiej Agencji Prasowej i Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

ponadprzeciętne stopy zwrotu na poziomie 0,46%, zaś komunikaty negatywne skutkowały zwrotem około -0,71%. Autor przeanalizował również zmiany stóp zwrotu akcji po dacie przekazania ich inwestorom instytucjonalnym. W tym przypadku zarówno raporty pozytywne, jak i negatywne generowały ponadprzeciętne stopy zwrotu w wysokości 1,2% w dacie przekazania analiz, które dodatkowo rosły w pierwszych dwóch tygodniach do poziomu 5,5%. Z wykonanego badania płyną trzy główne wnioski. Po pierwsze, wykorzystanie rekomendacji maklerskich może być istotnym czynnikiem przy podejmowaniu krótkoterminowych decyzji inwestycyjnych. Po drugie, komunikaty o wydźwięku negatywnym generują sygnały silniejsze, co jednak trudniej wykorzystać z punktu widzenia inwestora ze względu na ograniczony dostęp do krótkiej sprzedaży akcji na polskiej giełdzie. Ostatecznie, przeprowadzone badanie potwierdza wpływ rekomendacji na ceny zarówno w dniu ich pierwotnego przekazania do ograniczonej grupy inwestorów, jak i w momencie ich upublicznienia w ogólnodostępnych źródłach.

W 2015 r. Mielcarz⁷⁹ dokonał kolejnych analiz, tym razem rekomendacji z okresu od stycznia 2008 do lipca 2012 r. Uaktualnione badanie wykorzystywało czynnikowe modelowanie ponadprzeciętnej, skumulowanej stopy zwrotu związanej z publikacją rekomendacji, w trzech horyzontach: 0–1, 0–7, 0–14 dni od publikacji wyceny. Wyniki badań wskazały na silny wpływ rekomendacji na uzyskiwane stopy zwrotu. Autor podkreślił, że istotnymi czynnikami są: typ wydanego komunikatu, a także różnica pomiędzy docelową prognozowaną ceną a bieżącą wartością akcji wycenionego przedsiębiorstwa.

Rozległe w czasie analizy przeprowadził Czapiewski⁸⁰, sprawdzając rekomendacje opublikowane w latach 1998–2013. Autor badał ich wpływ przez pryzmat skumulowanej stopy zwrotu w przedziale czasowym (-10; +10) dni względem publikacji rekomendacji. Przyjęty horyzont wynikał z założenia, że data sporządzenia rekomendacji oraz data jej upublicznienia są od siebie oddalone o kilka dni, przez co potencjał wpływu wydanej oceny maklera na notowania danej spółki jest rozciągnięty w czasie, mimo założenia o krótkoterminowym wpływie tego typu opracowań na kursy akcji. Uzyskane przez badacza wyniki wskazały na oddziaływanie rekomendacji na notowania wycenianych walorów, zgodne z komunikatami zawartymi w opracowaniach. Rekomendacje pozytywne generowały kumulatywne stopy zwrotu w wysokości 1,98%, natomiast negatywne -3,12%. Czapiewski zauważa również, że aktualna koniunktura wpływa na wielkość reakcji inwestorów na rekomendacje. W czasie hossy zdają się oni silniej reagować na komunikaty

79 P. Mielcarz, *Główne cechy rekomendacji a zmiany cen akcji na giełdzie papierów wartościowych w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 73, s. 707–719.

80 L. Czapiewski, *Czy inwestorzy wierzą analitykom? Analiza reakcji inwestorów na rekomendacje giełdowe na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 862: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 75, s. 111–121.

pozytywne, a słabiej na negatywne. W tym czasie rekomendacje kupna przynosiły zwrot na poziomie 3,53%, a sprzedaży –2,91%.

Również w 2015 r. Buzala⁸¹ wykonał wartościowe badanie dotyczące funkcjonowania rekomendacji na polskim rynku giełdowym, dokonując analizy jego efektywności w oparciu o sygnały pochodzące z publikacji maklerskich. Badacz wyraził w ten sposób przekonanie o wartościowej zawartości rekomendacji giełdowych, a także ich merytorycznej poprawności. Hipoteza badania zakładała więc, że jeżeli inwestorzy są w stanie osiągać systematyczne zyski w oparciu o publikowane rekomendacje, to oznacza, że rynek nie może być określony jako efektywny w stopniu średnim (pólsilnym). Uzyskane wyniki badania wykazały możliwość generowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu dzięki rekomendacjom, zarówno w momencie ich wydania, jak i upublicznienia, co doprowadziło autora do zanegowania postawionej hipotezy o pólsilnej efektywności warszawskiej giełdy.

Czyżycki i Kłóska⁸² podjęli próbę weryfikacji skuteczności stosowania rekomendacji wydanych w roku 2011, dla spółek należących do indeksu WIG20. Wykorzystali oni współczynnik korelacji pomiędzy cenami docelowymi w wycenach, faktycznymi cenami walorów po trzech miesiącach od momentu ukazania się rekomendacji. Autorzy w toku przeprowadzonych analiz uzyskali informacje o związku korelacyjnym pomiędzy badanymi wielkościami na poziomie 0,73, co skłoniło ich do wyciągnięcia wniosku o pozytywnym wpływie rekomendacji na zmiany cen w badanym horyzoncie. Zwrócili jednak uwagę, że ich zdaniem publikowanie rekomendacji jest metodą wywoływania założonej reakcji wśród inwestorów niekomercyjnych, przez co należy zachować ostrożność przy wykorzystywaniu tych opracowań na potrzeby podejmowania decyzji inwestycyjnych.

W opozycji do badań wskazujących na prawidłowe funkcjonowanie i skuteczność stosowania rekomendacji giełdowych na rynku polskim, jest analiza Konopki i Kokolusa⁸³ z 2012 r. W swojej pracy autorzy przebadali rekomendacje wydane dla spółek z WIG20 w latach 2010–2011. W przeciwieństwie do wcześniej przytoczonych badań, autorzy skupili się na poprawności wykonywanych przez analityków wycen. W tym celu zbadali oni zbieżność ceny docelowej z faktycznie osiągniętą przez dany walor w horyzoncie połowy roku. Przy przyjętych przez autorów założeniach, wskazali oni, że jedynie 47% badanych rekomendacji osiągnęło założoną cenę. Przez to orzekli, że wyceny maklerów cechują się stanowczym brakiem

81 P. Buzala, *Silna a pólsilna forma efektywności informacyjnej rynku kapitałowego – doświadczenia z GPW w Warszawie na podstawie zleceń analityków*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 862: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 75, s. 97–109.

82 R. Czyżycki, R. Kłóska, *Rekomendacje giełdowe jako źródło wiedzy dla inwestora indywidualnego*, „Company Processes and Market Requirements”, MEK 2011, s. 2371–2378.

83 Ł. Konopko, E. Kokolus, *Sprawność rekomendacji domów maklerskich*, XVII Międzynarodowa konferencja studenckich kół naukowych w Opolu, <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/raport-sprawdzalnosc-rekomendacji-domow-maklerskich,strategie-inwestycyjne,23802> [dostęp: 9.11.2016].

precyzji. Badania Konopki i Kokolusa, ze względu na różnice w podejściu do oceny rekomendacji nie przekreślają ich skuteczności stosowania w bardzo krótkich horyzontach na zasadzie spekulacji.

Również Zaremba i Konieczko⁸⁴ w podjętych przez siebie analizach, które obejmowały wyceny z okresu od listopada 2005 r. do listopada 2012 r., ocenili zasadność wykorzystywania rekomendacji przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Jako metodę badawczą przyjęli porównywanie wyników portfeli inwestycyjnych konstruowanych przy użyciu komunikatów pochodzących z rekomendacji giełdowych, względem indeksów rynkowych. Ustalili oni, że wykorzystywanie rekomendacji nie pozwala uzyskać ponadprzeciętnych stóp zwrotu w perspektywie rocznej. Badacze w późniejszym czasie zmodyfikowali jednak założenia swoich analiz, co doprowadziło ich do wyciągnięcia odmiennych wniosków. W 2015 r.⁸⁵ posilkując się rekomendacjami z okresu 2004–2013 dowiedli, że konstruując portfel inwestycyjny, w którym dostępna jest możliwość „krótkiej sprzedaży” oraz w którym wolne przepływy finansowe są lokowane w instrumentach wolnych od ryzyka, można osiągać ponadprzeciętne stopy zwrotu.

Wartościowe badania na temat skuteczności i trafności wycen maklerów zaprezentował także Prusak⁸⁶ w swoim obszernym opracowaniu z 2015 r. Autor ten założył, że podstawowym kryterium wykorzystywania rekomendacji jest możliwość przełożenia zawartych w nich informacji na osiąganie zysków inwestycyjnych lub ograniczanie strat. W przedstawionych badaniach przyjął horyzont weryfikacji poprawności wykonywanych wycen na 6, 9 i 12 miesięcy od dnia wydania. Autor uwzględnił jako istotne kryterium poprawności raportu, zastosowaną w nim metodę wyceny. Przeprowadzone badania wykazały, że wykorzystywanie metod dochodowych nie prowadziło do uzyskiwania lepszych wyników niż w przypadku użycia innych narzędzi analitycznych. Najlepsze wyniki osiągały rekomendacje, w których ceny docelowe ustalano na podstawie średniej pochodzącej z wyceny metodą mnożnikową i dochodową. Warto również zaznaczyć, że w swoich pracach⁸⁷ Prusak wskazywał, że w roku 2009 około 66% rekomendacji można było określić jako skuteczne, przy czym większość z nich miała wydźwięk pozytywny. W grupie rekomendacji negatywnych skuteczność była ponad dwukrotnie niższa.

Podsumowując badania dotyczące rekomendacji na rynku polskim, można wyciągnąć wnioski analogiczne do tych dotyczących badań światowych, w myśl

84 A. Zaremba, P. Konieczka, *Skuteczność rekomendacji maklerskich na polskim rynku akcji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 66, s. 573–581.

85 A. Zaremba, P. Konieczka, *The profitability of following analyst recommendations in the Polish Stock Market*, e-Finanse 2015, vol. 11, no. 1, s. 22–31.

86 B. Prusak, *Wielokryterialna analiza rekomendacji giełdowych*, CeDeWu, Warszawa 2015, s. 1–133.

87 B. Prusak, *Analiza skuteczności rekomendacji giełdowych na GPW w Warszawie*, „Przegląd Organizacji” 2010, vol. 11, s. 31–34.

których głosy na temat poprawności i skuteczności wycen maklerskich są podzielone. Jednakże należy zauważyć, że większa grupa badaczy jest zgodna co do tego, iż podejmowanie decyzji inwestycyjnych z uwzględnieniem rekomendacji pozwala osiągnąć ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne względem indeksów rynkowych. Autorzy mają jednak różne zdania odnośnie do kryteriów determinujących siłę oddziaływania rekomendacji na zmienność cen, a także na temat horyzontu, w którym ich stosowanie przynosi najlepsze efekty. Wielu badaczy zwraca uwagę na problemy dotyczące niejednorodnej konstrukcji wycen, a także wpływu efektów heurystycznych na ich ostateczną treść.

2.4. Metody i narzędzia wykorzystywane w ocenie użyteczności rekomendacji giełdowych

Badania dotyczące rekomendacji giełdowych w dużej mierze skupiają się na aspekcie ich wpływu na zmiany cen na rynku akcji, co powoduje, iż stanowią większość publikowanych analiz z tego zakresu oparta jest na stosunkowo jednolitym zestawie narzędzi badawczych. Podstawowe dwa nurty badań wykorzystują analizę zdarzeń oraz badania o charakterze portfelowym, w celu uzyskania odpowiedzi na temat faktycznej użyteczności rekomendacji giełdowych. Jednakże istnieje również grupa badań traktujących o zagadnieniach wokół rekomendacji maklerów, które cechują się nieco odmiennym warsztatem badawczym.

Za przykład można tu podać badanie Ozerturka⁸⁸, który dokonał analizy skuteczności inwestycyjnej informacji pozyskanych od analityków, którzy mogą wykonywać transakcje na własny rachunek, a także skonfrontować ją z przydatnością rekomendacji pochodzących od analityków, którzy ze względu na uwarunkowania prawne nie mogą dokonywać takich działań. Autor podjęte analizy oparł na syntetycznym dowodzie matematycznym, nie odwołując się do danych empirycznych. Jego wnioskowanie nie udziela jednak jednoznacznych odpowiedzi na temat tego, która grupa analityków potencjalnie wystawia bardziej wartościowe informacje. Autor stwierdza, że możliwość dokonywania transakcji na własną rękę zmienia priorytety analityka przygotowującego rekomendacje, co może wpływać na ich ostateczny wydźwięk.

W przypadku możliwości dostępu bezpośredniego do grupy inwestorów będących odbiorcami rekomendacji lub też do tworzących je analityków, możliwe jest podjęcie badań o charakterze eksperymentalnym i ankietowym, dzięki któremu łatwiej zidentyfikować psychologiczne aspekty towarzyszące tworzeniu,

88 S. Ozerturk, *Stock recommendation of an analyst who trades on own account*, „RAND Journal of Economics” 2007, vol. 38, no. 3, s. 768–785.

publikowaniu i odbieraniu komunikatów z rekomendacji. Przykładem takiego badania są rozważania Westphala i Clementa⁸⁹, którzy poprzez skierowanie ankiet bezpośrednio do analityków próbowali zidentyfikować podłoże powstawania problemu skrzywienia rekomendacji giełdowych poprzez występowanie powiązań biznesowych i personalnych pomiędzy domami maklerskimi a wycenionymi firmami. Autorzy szczególną wagę przywiązali do wycen o charakterze negatywnym, ponieważ te były najbardziej narażone na intencjonalne ukrywanie bądź modyfikowanie danych. Autorzy dzięki przeprowadzonym analizom wykazali pewną specyfikę relacji biznesowych kształtujących ostatecznie publikowane wyceny, która w sposób negatywny wpływa na ich jakość.

Innym przykładem może być badanie Kelly'ego, Lowa, Tana i Tana⁹⁰, którzy wpływ rekomendacji na decyzję inwestorów weryfikowali przez pryzmat zaproponowanego eksperymentu z bezpośrednim udziałem 130 uczestników. W trakcie eksperymentu byli oni podzieleni na dwie grupy, na które badacze wpływali poprzez podawanie innego zestawu informacji o charakterze subiektywnym, badając ich wpływ na ostatecznie wydawane przez uczestników osądy. Analizy wykazały pozytywny wpływ rekomendacji na podejmowane decyzje.

W zależności od postawionych celów badań, niektóre z nich wymagają konstruowania specyficznych modeli i funkcji dostosowanych do hipotez oraz stosowanych danych. Tak jak w przypadku badania Lina, Chena i Chena⁹¹, którzy analizowali wpływ charakterystyk spółek na chęć wydawania dotyczących ich rekomendacji przez domy maklerskie. W tym celu zbudowali syntetyczną funkcję prawdopodobieństwa uzależnioną od przyjętych parametrów. Na jej podstawie orzekli, że spółki o wyższych poziomach wskaźnika C/WK i o wyższym kapitale są częściej wybierane jako obiekt rekomendacji.

Szerszą grupę badań stanowią te, skupiające się na poprawności wykonywanych przez domy maklerskie prognoz i wycen. Cechą charakterystyczną tych analiz jest zazwyczaj pominięcie aspektu krótkoterminowego wpływu publikacji bądź upublicznienia rekomendacji na skokowe zmiany cen i położenie głównego nacisku na weryfikację poprawności prognoz analityków, mierzonej jako rozbieżność docelowej ceny w rekomendacji względem faktycznie osiągniętej przez dany walor w założonym horyzoncie. Jako że wyceny maklerskie zazwyczaj odnoszą się do narzędzi ustalających wartość przedsiębiorstwa w długiej perspektywie, badania poprawności rekomendacji również zakładają horyzont analiz od kilku do kilkunastu mie-

89 J. Westphal, M. Clement, *Sociopolitical dynamics in relations between top managers and security analysts: Favor rendering, reciprocity, and analyst stock recommendations*, „Academy of Management Journal” 2008, vol. 51, no. 5, s. 873–897.

90 K. Kelly, B. Low, H. Tan, S. Tan, *Investors' Reliance on Analysts' Stock Recommendations and Mitigating Mechanisms for Potential Overreliance*, „Contemporary Accounting Research” 2012, vol. 29, no. 3, s. 991–1012.

91 W. Lin, P. Chen, S. Chen, *Stock characteristics and herding in financial analyst recommendations*, „Applied Financial Economics” 2011, vol. 21, s. 317–331.

sięcy. Podstawowym narzędziem badania poprawności rekomendacji jest analiza błędów, najczęściej wyrażona formułą, jak u Bilinskiego, Lyssimachou i Walkera⁹²:

$$aTPE = \frac{|TP - P_{12}|}{P_s}$$

gdzie: (*aTPE*) wyraża absolutny błąd wyceny, wyrażony jako różnica pomiędzy ceną docelową w rekomendacji (*TP*) a faktyczną ceną w horyzoncie 12 miesięcy (*P₁₂*), podzielone przez cenę w dniu wydania raportu (*P_s*). Wskazana formuła jest oczywiście jedynie podstawą do bardziej szczegółowych analiz, które mogą dzielić badaną próbę według przyjętych kryteriów lub weryfikować poprawność predykcji maklerskich w różnych horyzontach czasowych. Ewidentną zaletą wykonywania analiz poprawności w oparciu o powyższą formułę jest czytelność i prostota metodyczna, która jednak nie zamyka drogi do pogłębionych badań. Fang i Yasuda⁹³ zbadali jakość prognoz, dzieląc analizowaną zbiorowość 800 000 prognoz z lat 1983–2002 według kryterium renomy domu maklerskiego, wielkości firmy i płynności. Za horyzont przyjęli 12 miesięcy od momentu publikacji rekomendacji. Ich badania wskazują, że zarówno reputacja domu maklerskiego, jak również indywidualnego analityka, są znaczącymi elementami dla jakości wykonywanych prognoz. Innymi przykładami zastosowania analizy odchyień były przytaczane wcześniej badania Eamesa, Glovera, Kennedy'ego⁹⁴, Ertimura, Sundera, Sundera⁹⁵, czy też Boniniego, Zanettiego, Bianchiniego i Salviego⁹⁶. Wszystkie przytoczone badania, wykorzystujące analizę błędów prognostycznych, wykazały różne czynniki determinujące wielkość błędów prognostycznych.

Oddzielny nurt badań dotyczących rekomendacji stanowią te, skupiające się na ich skuteczności, niekoniecznie zaś docelowej poprawności. Kluczowym punktem w tym przypadku jest użyteczność dla inwestora, wyrażona jako możliwość generowania zysków poprzez tworzenie strategii inwestycyjnych opartych na rekomendacjach giełdowych. W tym przypadku można wyróżnić podejścia badawcze: portfelowe oraz oparte o analizę zdarzeń.

Wnioskowanie oparte o analizę portfelową wymaga przede wszystkim zdefiniowania sposobu tworzenia portfeli inwestycyjnych, a także sposobu pomiaru ich efektywności. Warto również podkreślić, że podstawą do tworzenia portfeli mogą być pojedyncze sygnały płynące z poszczególnych rekomendacji giełdowych lub

92 P. Bilinski, D. Lyssimachou, M. Walker, *Target Price Accuracy: International Evidence*, „The Accounting Review”, vol. 88, no. 3, s. 825–851.

93 L. Fang, A. Yasuda, *The Effectiveness of Reputation as a Disciplinary Mechanism in Sell-Side Research*, „The Review of Financial Studies” 2009, vol. 22, no. 9, s. 3735–3777.

94 M. Eames, S. Glover, J. Kennedy, *op. cit.*

95 Y. Ertimur, J. Sunder, S. Sunder, *op. cit.*

96 S. Bonini, L. Zanetti, R. Bianchini, A. Salvi, *op. cit.*

też konsensus ocen wielu analityków. Elton⁹⁷ twierdzi, że konsensus jest agregatem informacji pochodzących z wielu domów maklerskich, przez co płynące z niego sygnały są mniej narażone na skrzywienia ocen i zawierają przemyślenia większej liczby analityków zajmujących się tym samym podmiotem giełdowym. To natomiast sprawia, że jakość informacji pochodzących z konsensusu powinna być z założenia wyższa niż ta pochodząca z pojedynczych rekomendacji.

Pierwsze badania portfelowe dotyczące skuteczności rekomendacji podjął Black⁹⁸ w 1973 r., który pod rozważę wziął analizy umieszczane w serwisie Value Line. Na ich podstawie tworzył on portfel inwestycyjny, aktualizowany w okresach miesięcznych i zgodny z sygnałami pochodzącymi z wycen zamieszczonych w powyższym serwisie. Jego badania wskazały, że portfele stworzone na podstawie akcji o rekomendowanym najwyższym potencjale wzrostu, osiągały statystycznie istotne i wyższe stopy zwrotu niż portfel oparty na rekomendacjach o niższym potencjale wzrostu. Podobne wnioski wyciągnęli również jego późniejsi naśladowcy, m.in. Holloway⁹⁹, Copeland i Mayers¹⁰⁰ czy Peterson¹⁰¹.

Opracowanie portfelowe oparte na konsensusach wycen zaproponował między innymi Barber¹⁰², który jako sygnał inwestycyjny przyjął średnią ocenę analityków, opisaną jak niżej:

$$A'_{iT-1} = \frac{1}{n_{iT-1}} \sum_{j=1}^{n_{iT-1}} A_{ijT-1}$$

gdzie A'_{iT-1} stanowi średnią ocenę spółki i wynikającą z poszczególnych ocen maklerów w danych T-1. A'_{iT-1} są poszczególnymi wycenami, które były znane do momentu podjęcia decyzji inwestycyjnej. Na podstawie uśrednionych wycen, autorzy stworzyli 5 portfeli inwestycyjnych zawierających spółki o różnym poziomie ocen maklerów. Wyniki stworzonych portfeli były porównywane na podstawie stopy zwrotu z portfela obliczanej zgodnie z formułą:

$$R_{PT} = \sum_{i=1}^{n_{PT-1}} x_{iT-1} R_{iT}$$

97 E. Elton, E. Gruber, S. Grossmann, *Discrete expectational data and portfolio performance*, „Journal of Finance” 1986, vol. 41, s. 699–714.

98 F. Black, Yes, Virginia, There is hope: Tests of the value line ranking system, „Financial Analyst Journal” 1973, vol. 29, no. 5, s. 10–14.

99 C. Holloway, A note on testing an aggressive investment strategy using Value Line ranks, „Journal of Finance” 1981, vol. 36, no. 3, s. 711–719.

100 T. Copeland, D. Mayers, *The value line enigma (1965–1978) A case study of performance evaluation issues*, „Journal of Financial Economics” 1982, vol. 10, no. 3, s. 289–321.

101 B. Barber, Leheavy, M. McNichols, B. Trueman, *Can investors profit...*

102 *Ibidem*.

gdzie:

R_{pT} – stopa zwrotu z portfela p ;

x_{iT-1} – udział spółki i w portfelu p ;

R_{iT} – stopa zwrotu ze spółki i .

Badacze nie odnosili się w bezpośredni sposób do ryzyka każdego z portfeli, skupiając się jedynie na generowanych przez nie zwrotach. Jednak, aby zweryfikować faktyczną przydatność rekomendacji w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, należy osiągnięte przez poszczególne portfele stopy zwrotu odnieść do rynku, na którym dane inwestycje są podejmowane. Niewykluczone bowiem jest, że rekomendacje giełdowe nie powodują występowania nadwyżek ponad stopy zwrotu generowane przez szeroki indeks rynkowy, a to natomiast oznaczałoby ich faktyczny brak wpływu na zyskowność poszczególnych portfeli. Dostosowana do rynku stopa zwrotu przez autorów była określona w odniesieniu do modelu CAPM w postaci:

$$R_{pT} - R_{fT} = \alpha_p + \beta_p(R_{mT} - R_{fT}) + \varepsilon_{pT}$$

Skorygowana stopa zwrotu z portfela p wyrażona jako $R_{pT} - R_{fT}$ w miesiącu t , w którym R_{mT} jest ważoną stopą zwrotu w miesiącu t z indeksów NYSE, AMEX, Nasdaq. Ponadto:

R_{fT} – miesięczna stopa zwrotu z bonów skarbowych;

α_p – estymowany współczynnik alfa Jensena;

β_p – szacowana beta portfela rynkowego;

ε_{pT} – błąd regresji.

Do powyższego modelu autorzy implementują 3-czynnikowy model Fama i Frencha¹⁰³.

$$R_{pT} - R_{fT} = \alpha_p + \beta_p(R_{mT} - R_{fT}) + s_pSMB_T + h_pHML_T + \varepsilon_{pT}$$

SMB_T – różnica pomiędzy stopą zwrotu w miesiącu t z ważonego portfela małych spółek i dużych spółek;

HML_T – różnica pomiędzy stopą zwrotu w miesiącu t z ważonego portfela spółek o dużej wartości księgowej do rynkowej i niskim wskaźniku wartości księgowej do rynkowej.

103 E. Fama, K. French, *Common risk factors in the return on bonds and stocks*, „Journal of Financial Economics” 1993, vol. 33, s. 3–53.

Analiza wskazanej funkcji nastawiona na oszacowanie parametrów α , β , s , h dla portfeli p , pozwala ustalić ich charakterystykę w następujący sposób: parametr β będzie określał ryzyko portfela względem rynku, parametr s reprezentuje skrzywienia w kierunku firm mniejszych bądź większych, zaś parametr h pokazuje tendencje względem firm o odpowiednim wskaźniku ceny do wartości księgowej. Wykorzystując opisane powyżej funkcje, autorzy dokonali badania stóp zwrotu generowanych przez portfele o różnych charakterystykach oraz w odniesieniu do indeksów rynkowych, wskazując ewentualne występowanie ponadprzeciętnych zysków wynikających z zastosowania strategii inwestycyjnych opartych na rekomendacjach giełdowych.

Opisana metoda działania w przypadku badań portfelowych jest stosunkowo często spotykana i ulega jedynie drobnym modyfikacjom w zależności od przyjętych kryteriów konstruowania portfeli czy też chęci zweryfikowania innych strukturalnych parametrów portfela, które mogłyby mieć wpływ na jego efektywność. Często spotykanym sposobem podziału portfeli inwestycyjnych jest kryterium typu rekomendacji. Zostało ono wykorzystane między innymi przez Glezakosa, Mylonakisa i Papadopoulosa¹⁰⁴, którzy skonstruowali 12 portfolio zawierających papiery wartościowe wyselekcjonowane w sposób jaki prezentuje tabela 2.1.

Tabela 2.1. Kryteria doboru portfeli przy badaniach nt. skuteczności rekomendacji

Portfel	Kryterium
P1	Akcje z rekomendacjami „silne kupuj”
P2	Akcje z rekomendacjami „kupuj”
P3	Akcje z rekomendacjami „trzymaj”
P4	Akcje z rekomendacjami „sprzedaj”
P5	Akcje po pozytywnych „rewizjach”
P6	Akcje po negatywnych „rewizjach”
P7	Podwyższenia wyceny
P8	Obniżenia wycen
P9	Akcje z co najmniej 100 rekomendacjami
P10	Akcje z mniej niż 100 rekomendacjami
P11	Akcje o najwyższej kapitalizacji rynku
P12	Akcje o najniższej i średniej kapitalizacji na rynku.

Źródło: M. Glezakos, J. Mylonakis, J. Papadopoulos, *Do Revised Analysts' Recommendations Influence Investors' Decisions and Include a Size Effect?*, „Journal of Money, Investment and Banking” 2011, vol. 21, s. 21–31.

Stanowcza większość z wykonywanych badań portfelowych wskazuje na możliwości skutecznego wykorzystywania rekomendacji giełdowych. Poza przytaczanymi wcześniej badaniami, warto również odnotować wnioski płynące z prac Barbera, Lehavy'ego i Truemana¹⁰⁵, którzy zauważyli, że poza wycenami, istotnym elementem zwiększającym skuteczność inwestycji portfelowych są wystawiane przez domy maklerskie ratingi dla spółek. Drake, Rees, Swanson¹⁰⁶ zauważyli, że rekomendacje są skuteczniejsze w obrębie spółek, które wcześniej już osiągały wzrosty i ponadto cechowały się niskim wskaźnikiem C/WK. Fabre, Grant i He¹⁰⁷ w swoich badaniach rynku australijskiego zauważyli, że rekomendacje o wydźwięku pozytywnym są siedmiokrotnie częściej wystawiane niż rekomendacje negatywne. Dodatkowo wykazali oni występowanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu przy portfelach wykorzystujących wyceny maklerskie, jednakże zauważyli, że koszty transakcyjne utrzymania odpowiedniej struktury portfolio w dużej mierze niwelują powstające nadwyżki. Ciekawe spostrzeżenia zaprezentowali także Bolster i Trahan¹⁰⁸, którzy dokonali podziału rekomendacji ze względu na renomę wystawiającego je domu maklerskiego oraz uzupełnili wnioskowanie o czynniki ryzyka portfela tworzonego na podstawie rekomendacji. Badacze wnioskują, że rekomendacje pochodzące z najbardziej renomowanych domów maklerskich przynoszą lepsze rezultaty inwestycyjne niż w przypadku wykorzystania pozostałych opracowań. Podkreślają także, że uwzględnienie czynników ryzyka znacząco zmniejsza pozytywny wydźwięk strategii opartych na rekomendacjach, jednakże nie przekreśla możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu przy ich użyciu.

Bardzo szeroką grupą analiz są badania pomijające aspekt portfelowy wykorzystania rekomendacji i skupiające się na ich oddziaływaniu na inwestorów, które jest zobrazowane wystąpieniem ponadprzeciętnej stopy zwrotu w założonym horyzoncie i względem założonego benchmarku. Analiza zdarzeń, na której opierają się te badania, poszukuje przełożenia jakiegoś zjawiska na zachowania inwestorów. Po raz pierwszy ten typ analizy został wykorzystany przez Famę, Fishera, Jensena i Rolla¹⁰⁹ w 1969 r. Na jej podstawie został oparty bardzo szeroki wachlarz późniejszych analiz, odnoszących się do rekomendacji giełdowych. Analiza zdarzeń

105 B. Barber, R. Lehavy, B. Trueman, *Ratings Changes, Ratings Levels, and the Predictive Value of Analysts' Recommendations*, „Financial Management” 2010, vol. 39, no. 2, s. 533–553.

106 M. Drake, L. Rees, E. Swanson, *Should Investors Follow the Prophets or the Bears? Evidence on the Use of Public Information by Analysts and Short Sellers*, „The Accounting Review” 2011, vol. 86, no. 1, s. 101–130.

107 P. He, A. Grant, J. Fabre, *The Economic Value of Analyst Recommendations in Australia: An Application of the Black-Litterman Asset Allocation Model*, „Accounting & Finance” 2013, vol. 53, no. 2, s. 441–470.

108 P. Bolster, E. Trahan, *Investing in Morningstar Five-Star Stock Upgrades: Price and Style Effects*, „Journal of Accounting and Finance” 2013, vol. 13, s. 193–208.

109 E. Fama, L. Fisher, M. Jensen, R. Roll, *The adjustment of stock prices to new information*, „International Review” 1969, vol. 10, s. 1–21.

wymaga doprecyzowania kilku zasadniczych kwestii determinujących przebieg późniejszego wnioskowania. Przede wszystkim wymaga zdefiniowania dnia odniesienia, czyli momentu, w którym występuje badane zdarzenie. W przypadku analizy rekomendacji zazwyczaj jest to jeden z dwóch momentów: dzień wydania rekomendacji (jak np. w badaniu Jagadesha i Kima¹¹⁰) lub dzień jej upublicznienia (jak u Theissena i Zaehera¹¹¹). Warto tu zaznaczyć, że badania rynku polskiego przeprowadzone przez Mielcarza¹¹² wskazują, że zarówno dzień wydania, jak i upowszechnienia rekomendacji giełdowych generuje ponadprzeciętne stopy zwrotu. Drugim elementem jest ustalenie tzw. „okna zdarzenia”, czyli okresu, który zostanie poddany analizie w związku ze zdefiniowanym zdarzeniem. Charakter analizy zdarzeń narzuca raczej podejście krótkoterminowe, które powoduje uwzględnienie wpływu danego zjawiska w perspektywie od kilku godzin do kilkadziesiąt dni po jego wystąpieniu, aczkolwiek zdarzają się także analizy zakładające okno zdarzeń w horyzoncie roku i dłużej, jak np. u Lustgartena i Tanga¹¹³, którzy swoje badania prowadzili w perspektywie powyżej jednego roku. Ostatecznie analiza zdarzeń wymaga zdefiniowania miernika, który będzie weryfikował wpływ badanego zjawiska na stopy zwrotu. Za Famą¹¹⁴ miernikiem tym zazwyczaj jest ponadprzeciętna stopa zwrotu, będąca różnicą pomiędzy faktyczną zmianą ceny a oczekiwaną zmianą w analogicznym czasie. Dodatkowa stopa zwrotu może być ujęta w sposób ogólny, jako nadwyżka generowana przez dany papier wartościowy w okresie t ponad przyjęty indeks odniesienia i może być zapisana jako¹¹⁵:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R)_{it}$$

AR_{it} – dodatkowa stopa zwrotu z akcji i osiągnięta w okresie t ;

R_{it} – rzeczywista stopa zwrotu z akcji i osiągnięta w okresie t ;

$E(R)_{it}$ – oczekiwana stopa zwrotu z akcji i w okresie t w sytuacji, gdyby zdarzenie nie wystąpiło,

t – horyzont „okna zdarzenia”.

110 N. Jegadeesh, W. Kim, *Value of Analyst...*

111 E. Theissen, M. Zaeher, *The price pressure hypothesis revisited: Evidence from tax-induced selling*, 2012 AFFI Conference, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2083608 [dostęp: 11.10.2016].

112 P. Mielcarz, B. Podgórski, P. Waremczuk, *op. cit.*

113 S. Lustgarten, C. Tang, *Analysts' Heterogeneous Earnings Forecasts and Stock Recommendations*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 2008, vol. 23, s. 377–402.

114 F. Fama, L. Fisher, M. Jensen, R. Roll, *op. cit.*

115 S. Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 219.

W badaniach ponadprzeciętna stopa zwrotu jest wyrażana w dwóch postaciach:

- 1) BHAR – „kup i trzymaj” dodatkowa stopa zwrotu (*buy-and-hold abnormal returns*)¹¹⁶,
- 2) CAR – skumulowana dodatkowa stopa zwrotu (*cumulative abnormal return*)¹¹⁷.

Dodatkowa stopa zwrotu ze strategii „kup i trzymaj” (BHAR) obliczana jest jako różnica pomiędzy stopą uzyskaną z inwestycji w papier wartościowy, przy dokonaniu transakcji w momencie wystąpienia zdarzenia aż do zamknięcia „okna” analitycznego a oczekiwaną stopą zwrotu w analogicznym okresie¹¹⁸.

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + E(R_{it}))$$

Ponadprzeciętną skumulowaną stopę zwrotu natomiast wyraża się, jako sumę dodatkowych zwrotów osiąganych w założonym interwale czasowym (np. dziennym) w oknie zdarzenia t . Wyraża się to formułą¹¹⁹:

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^T AR_{it}$$

Kalkulacja dodatkowej stopy zwrotu wiąże się z koniecznością obliczania rzeczywistej stopy zwrotu z wykonanej transakcji, związanej z rekomendacją giełdową, która w kolejnym kroku musi być pomniejszona o oczekiwaną stopę zwrotu, w której zakłada się brak wystąpienia analizowanego zdarzenia. Ujęcie oczekiwań odnosi się do sytuacji, która w praktyce nie miała miejsca, ze względu na faktyczne wystąpienie badanego zdarzenia. Oznacza to, że jako wartość oczekiwaną należy zaproponować wielkość modelową, którą Sudarsanam¹²⁰ wskazuje jako 7 możliwych wariantów kalkulacyjnych, aczkolwiek tylko 5 z nich zdnajduje odzwierciedlenie w badaniach odnośnie do rekomendacji giełdowych:

- 1) Model skorygowany o średnią, w której przyjmuje się, że oczekiwania wynikają bezpośrednio ze stóp zwrotu *ex ante*, osiąganych przez akcje danej spółki, w założonym okresie t .

116 Przykład: E. Lidén, *Essays on Information and Conflicts of Interest in Stock Recommendations*, 2005 Göteborg University – doctoral thesis.

117 Przykład: S. Stickel, *op. cit.*

118 B. Barber, J. Lyon, *Detecting long-run abnormal stock returns. The empirical power and specification of test statistics*, „Journal of Financial Economics” 1997, vol. 43, s. 344.

119 *Ibidem*.

120 S. Sudarsanam, *op. cit.*, s. 219.

$$E(R_{it}) = \bar{X}_i$$

$\bar{X}_i$ – średnia stopa zwrotu z akcji i w okresie niezależnym względem badanego zdarzenia.

- 2) Model skorygowany o rynek, gdzie oczekiwania są wyrażone poprzez stopę zwrotu z indeksu rynkowego w „oknie zdarzenia”. W tym modelu nie jest wymagane szacowanie parametrów α i β modelu rynkowego, ponieważ oczekiwania odzwierciedlają faktyczne zwroty z przyjętego w obliczeniach indeksu rynkowego.

$$E(R_{it}) = R_{mt}$$

R_{mt} – stopa zwrotu z indeksu rynkowego w okresie t .

- 3) Model rynkowy, w którym oczekiwania określa równanie:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

α_i – wyraz wolny modelu rynkowego;

β_i – współczynniki ryzyka dla i -tej akcji;

R_{mt} – stopa zwrotu z indeksu rynkowego w okresie t .

- 4) Model CAPM

$$E(R_{it}) - R_{ft} = \beta_i(R_{mt} - R_{ft})$$

R_{ft} – stopa wolna od ryzyka w okresie t .

- 5) Trójczynnikiowy model rynkowy Fama i Frencha

$$R_{pT} - R_{fT} = \alpha_p + \beta_p(R_{mT} - R_{fT}) + s_pSMB_T + h_pHML_T + \varepsilon_{pT}$$

SMB_T – różnica pomiędzy stopą zwrotu w miesiącu t z ważonego portfela małych spółek i dużych spółek,

HML_T – różnica pomiędzy stopą zwrotu w miesiącu t z ważonego portfela spółek o dużej wartości księgowej do rynkowej i niskim wskaźniku wartości księgowej do rynkowej.

Istnieją różne możliwości kalkulacji stopy zwrotu faktycznie osiągniętej przez dany papier wartościowy. Mogą one być związane z wystąpieniem badanego zdarzenia (wydanie lub upublicznienie rekomendacji giełdowej), jak również z istnieniem kilku wariantów kalkulacji stopy odniesienia, reprezentującej oczekiwany, alternatywny poziom zwrotu z tej spółki w przypadku niewystąpienia danego zdarzenia. Sprawia to, iż badacze, którzy zajęli się zagadnieniem wpływu rekomendacji giełdowych na rynek, mieli możliwość ujęcia ostatecznej miary ponadprzeciętnej stopy zwrotu w elastyczny sposób. Biorąc pod uwagę wcześniej wskazywane rozbieżności metodologiczne pomiędzy poszczególnymi badaniami, związane z różnym okresem analiz, innymi horyzontami założonego wpływu rekomendacji na ceny, czy też innymi bazami rekomendacji giełdowych, na których oparto badanie, trzeba stwierdzić, że jednoznaczne porównanie osiągniętych przez badaczy wyników jest znacząco utrudnione. Jednakże wskazane niejednoznaczności powodują również, że każde kolejne badanie ma szansę uzupełnić dotychczasowe wnioski w dotychczas nieeksplorowanych niszach metodologicznych.

Warto nadmienić także, że poza badaniami opartymi na analizie zdarzeń lub analizie portfelowej, pojawiają się także alternatywne metody badania funkcjonowania rekomendacji na rynku giełdowym, których niestandardowy charakter pozwala autorom na opis badanych zjawisk w odmienny sposób lub też wnioskowanie w zakresie, który nie byłby dostępny w przypadku bezpośredniej analizy stóp zwrotu, jak w metodach opisanych wcześniej. W tym kontekście warto zwrócić szczególną uwagę na badania wykorzystujące liniowe modele prawdopodobieństwa i regresje logistyczne. Cechą szczególną tych narzędzi jest narzucenie zmiennej objaśnianej w formie dyskretnej, która będzie odzwierciedleniem odpowiedzi na pytanie o występowanie (1) lub niewystępowanie (0) badanego zjawiska. W odniesieniu do rekomendacji giełdowych, podstawowym pytaniem, które można zadać, jest, czy pojawienie się takich opracowań na rynku zwiększa szanse na wystąpienie odpowiednich trendów lub ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Jednakże modelowanie zjawiska zdefiniowanego jako dwuwariantowy wybór (0 lub 1) stwarza możliwość zadania także innych pytań lub ujęcia znanych już problemów badawczych w inny sposób. Breton i Taffler¹²¹ zbadali rekomendacje w bardzo szczegółowy sposób, z uwzględnieniem ich bezpośredniej treści słownej. Przebadali oni 109 raportów pod kątem treści, w poszukiwaniu kluczowych określeń, dokonali także analizy dokumentacji dotyczącej wycenianej spółki, również pod kątem jej treści. Stosując model logitowy, autorzy wykazali, że nie tylko bezpośrednio dane finansowe mają wpływ na tworzone wyceny, ale także pojawianie się odpowiednich sformułowań w dokumentacji firmy pozytywnie wpływa na wystawianie rekomendacji o podanym charakterze, szczególnie „kupuj”.

121 G. Breton, R. Taffler, *Accounting information and analyst stock recommendation decisions: A content analysis approach*, „Accounting and Business Research” 2001, vol. 31, no. 2, s. 91–101.

Clarke, Ferris, Jayaraman i Lee¹²² w swojej analizie wykorzystali model logitowy, w celu określenia prawdopodobieństwa wystawienia rekomendacji kupna w sytuacji zagrożenia upadłością spółki. Jako zmienne objaśniające wykorzystali 20 parametrów, między innymi odnoszących się do wcześniej osiągniętych stóp zwrotu, czy też faktu przekazania danej rekomendacji firmie, która była wyceniana. Wnioski wyciągnięte przez autorów sugerują, że rynek ignoruje rekomendacje, jeśli są one publikowane w tym samym roku co informacja o złożeniu wniosku o upadłość firmy. Badanie wskazało też na wyraźne rozróżnienie w wystawianych rekomendacjach kupna pomiędzy instytucjami finansowymi o różnej randze i marce. Green¹²³ przeanalizował rekomendacje w aspekcie ich ewentualnej, podwyższonej użyteczności dla odbiorców którzy mają do nich wcześniejszy dostęp niż szeroki rynek. Analizując dwudniowe skumulowane stopy zwrotu, szacował on szanse „wylosowania” stopy zwrotu wyższej niż przeciętna i badał istotność różnic pomiędzy tymi wielkościami. Specyficzną analizę wykonali Ertimur, Mayew i Stubben¹²⁴, którzy badali prawdopodobieństwo ujawnienia wyodrębnionych prognoz zysków dla badanych firm, przez domy maklerskie o różnej renomie. Autorzy badali skłonność instytucji do publikowania swoich prognoz (składanych do baz Institutional Brokers’ Estimate System) na podstawie ponad 240 000 obserwacji z rynku amerykańskiego. Ich analizy wykazały, że lepsza reputacja domu maklerskiego zmniejsza prawdopodobieństwo upublicznienia szczegółowych danych prognostycznych. Ponadto lepsze perspektywy cenionego przedsiębiorstwa również negatywnie wpływają na chęć ujawnienia danych z wyceny. Inny aspekt wpływu rekomendacji na rynek przebadali Wiersema i Zhang¹²⁵, którzy przyjrzeni się wpływowi publikacji negatywnych wycen maklerów na prawdopodobieństwo zwolnienia dyrektora generalnego wycenianego przedsiębiorstwa. Ich badanie potwierdza pozytywną zależność pomiędzy tymi zdarzeniami. Natomiast Billings, Buslepp i Huston¹²⁶ wykorzystali parametryczną funkcję prawdopodobieństwa, w celu identyfikacji rekomendacji względem tego, czy są one płatne czy darmowe. Wykorzystując informacje na temat stopy zwrotu, ryzyka, branży oraz kilku zmiennych kontrolnych dokonali analizy, która wykazała, że rekomendacje płatne różnią się w osiągniętych wynikach względem darmowych.

122 J. Clarke, S. Ferris, N. Jayaraman, J. Lee, *op. cit.*

123 T. Green, *op. cit.*

124 Y. Ertimur, W. Mayew, S. Stubben, *Analyst reputation and the issuance of disaggregated earnings forecasts to I/B/E/S*, „Review of Accounting Studies” 2011, vol. 16, no. 1, s. 29–58.

125 M. Wiersema, Y. Zhang, *CEO Dismissal: The role of investment analysts*, „Strategic Management Journal” 2011, vol. 32, s. 1161–1182.

126 B. Billings, W. Buslepp, G. Huston, *op. cit.*

2.5. Podsumowanie

W niniejszym rozdziale dokonano przeglądu badań literaturowych dotyczących rekomendacji giełdowych, ze szczególnym naciskiem na te traktujące o wpływie opracowań maklerów na reakcje inwestorów giełdowych i zmiany ceny akcji, lecz również wskazujące na szerszy zakres analiz podejmowanych przez różnych autorów, badających cechy, konstrukcję oraz wpływ rekomendacji na aspekty inne niż tylko notowania giełdowe. Nurt analiz dotyczących rekomendacji, rozpoczęty w latach 70. XX wieku, przyniósł bardzo wiele publikacji dotyczących tej tematyki, która jest ważna nie tylko dla inwestorów, ale również dla osób zarządzających przedsiębiorstwami, organów kontrolnych i legislacyjnych.

Rezultaty przeprowadzanych historycznie badań w większości wskazują na istotny wpływ rekomendacji maklerskich na zmienność cen akcji w krótkim horyzoncie, który zazwyczaj wynosi od kilku do kilkunastu dni po ukazaniu się opracowania. Jednakże pewna część z nich wskazuje na istotne problemy z wykorzystywaniem przewag, które można osiągać poprzez wykorzystywanie wycen maklerskich. Wśród nich najczęściej wymieniane są koszty transakcyjne, których wysokość mocno redukuje osiąganą ponadprzeciętną stopę zwrotu lub całkiem je niweluje. Wnioski te dzielą zarówno badacze wykorzystujący metody analizy zdarzeń, jak również ci opierający swoje wnioskowanie na badaniach portfelowych, wskazując, że restrukturyzacja portfolio w częstotliwości odpowiadającej ukazywaniu się kolejnych rekomendacji stanowi duże utrudnienie dla inwestorów czerpiących informacje z tych analiz. Badacze wskazują również na heurystyczne skrzywienia analityków, szczególnie na występowanie efektu nadmiernego optymizmu przy wykonywaniu wycen. Istotnym problemem z punktu widzenia mechanizmów rynkowych są również powiązania pomiędzy instytucjami finansowymi oraz przedsiębiorstwami giełdowymi, które mogą prowadzić do nacisków na osoby przygotowujące rekomendacje, co może przekładać się na ich niezetelność.

Przeanalizowana literatura przedmiotu wskazuje również na relatywnie szeroki wachlarz narzędzi wykorzystywanych przez badaczy, w celu weryfikacji postawionych hipotez. Najczęściej stosowanymi metodami związanymi z ilustrowaniem użyteczności rekomendacji są kalkulacje pokazujące generowane przez publikacje wycen ponadprzeciętną stopę zwrotu lub też badające użyteczność rekomendacji przez pryzmat szerszych struktur portfelowych. Stosunkowo nowym trendem badawczym (wszystkie odnalezione badania zostały wykonane po roku 2001) jest również wykorzystywanie modeli probabilistycznych do analizy aspektów decyzyjnych związanych bezpośrednio ze zmianami stóp zwrotu wynikającymi z rekomendacji, ale również z możliwościami wnioskowania w innych procesach decyzyjnych w oparciu o informacje płynące z rekomendacji.

Badania rynku polskiego wpisują się w światowe trendy badawcze, zarówno pod kątem stosowanych metod, jak i uzyskiwanych wniosków. Wielu badaczy

wskazuje na użyteczność stosowania rekomendacji giełdowych przy jednoczesnym dużym stopniu ich niedokładności prognostycznych w perspektywie zakładanej w samych rekomendacjach. Wielu badaczy określa wykorzystywanie rekomendacji jako przydatne w perspektywie krótkoterminowej, aczkolwiek istnieją również głosy przeczące tej tezie. Przez pryzmat osiągniętych wniosków badacze wskazują na wiele analogii funkcjonowania stosunkowo młodego rynku polskiego względem silnie ugruntowanych parkietów, jak np. amerykański. Dyskusja na temat wykorzystywania rekomendacji nie jest zamknięta, co potwierdzają niedawno powstałe publikacje, jak Prusaka w 2015 r.¹²⁷ czy Mielcarza w 2016 r.¹²⁸

127 B. Prusak, *Wielokryterialna...*

128 P. Mielcarz, *Krótkookresowy wpływ rekomendacji na rynek giełdowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016.

Rozdział 3

Wpływ publikacji rekomendacji na notowania akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Celem rozdziału jest dokonanie weryfikacji postawionych hipotez, dotyczących wpływu publikacji rekomendacji giełdowych na zmiany cen walorów, których one dotyczą. Badanie weryfikuje zjawisko w krótkim horyzoncie czasowym. W tej części zaprezentowano przyjęte cele oraz powiązane z nimi hipotezy badawcze wraz z uzasadnieniem uwzględnienia wskazanych aspektów, jako czynników istotnych z punktu widzenia wykonywanych analiz. W następnej kolejności przedstawiono proces doboru próby badawczej: źródło danych, rodzaj badanych rekomendacji, zakres czasowy badania oraz zmienne przy nim wykorzystane. Następnym elementem niniejszego rozdziału jest przedstawienie metodyki badania oraz odwołania do innych badań naukowych stosujących podobny schemat wnioskowania i zakres narzędziowy.

Po zaprezentowaniu zakresu badania oraz wykorzystywanych zmiennych i metod, wykonano trzyetapową analizę struktury oraz wpływu rekomendacji giełdowych na krótkoterminowe zmiany cen akcji, nastawioną na weryfikację postawionych hipotez. Pierwszy etap badań obejmuje analizę struktury rekomendacji i jest nastawiony na zweryfikowanie hipotezy pomocniczej. W drugiej części dokonano oceny oddziaływania rekomendacji na zmiany stóp zwrotu w założonym horyzoncie badania, w celu ustalenia prawdziwości hipotezy głównej oraz drugiej hipotezy pomocniczej. Ta część analiz stanowi również podstawę do wykonania ostatniej, trzeciej części badania nastawionego na ustalenie wpływu przyjętych determinant (cech rekomendacji) na jej skuteczne oddziaływanie dla inwestorów. Ostatnia część badania skupia się na weryfikacji hipotez pomocniczych od 3 do 6. Ostatecznie sformułowano wnioski na temat wykonanego badania i odniesiono się do założonych hipotez.

3.1. Cele i hipotezy

Głównym celem badania jest weryfikacja wpływu publikacji raportów analitycznych wykonywanych przez domy maklerskie, na notowania akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Weryfikacja ich realnej użyteczności odbywać się będzie z założeniem ich wykorzystania przez inwestorów, odzwierciedlonym poprzez generowanie popytu bądź podaży po publikacji danego raportu, który powinien implikować stosowne zmiany cen rynkowych danego waloru. Głównym narzędziem weryfikacji będzie analiza stóp zwrotu z poszczególnych spółek w założonym oknie zdarzeń po dacie publikacji rekomendacji, który w badaniu wynosi 10 dni.

Główna hipoteza badania jest następująca: *publikacja rekomendacji giełdowych powoduje występowanie krótkoterminowych ponadprzeciętnych stóp zwrotu po dacie opublikowania rekomendacji.*

W związku z głównym celem przeprowadzonych analiz, zrealizowane będą również cele cząstkowe, dążące do scharakteryzowania strukturalnego rekomendacji publikowanych na rynku polskim, a także wskazania kilku kryteriów mających wpływ na skuteczność oddziaływania rekomendacji na inwestorów w badanym horyzoncie czasowym. W podjętych rozważaniach ustalono 6 celów pomocniczych:

- 1) Weryfikacja i ocena struktury publikowanych rekomendacji giełdowych dla spółek notowanych na GPW, ze szczególnym uwzględnieniem podziału na raporty o wydźwięku pozytywnym, neutralnym i negatywnym.

Powodem przyjęcia tego kryterium są wnioski z przeanalizowanej literatury, wskazujące na znaczące dysproporcje pomiędzy wycenami optymistycznymi i pesymistycznymi na wielu rynkach światowych. Przykładem takich badań jest praca Womacka¹, wskazująca, że na każdą rekomendację sprzedaży przypada siedem rekomendacji kupna na rynku amerykańskim lub też badanie Fabre'a, Granta i He², wskazujące bardzo podobną strukturę publikowanych wycen na rynku australijskim.

- 2) Sprawdzenie czy rekomendacje o charakterze pozytywnym i negatywnym w równomierny sposób oddziałują na zmiany cen akcji.

Kwestię tę porusza również bardzo wiele przytoczonych wcześniej badań, wskazując, iż kryterium charakteru rekomendacji jest bardzo istotne z punktu widzenia reakcji inwestorów na zawarte w nich informacje. Nie występuje tu jednak całkowita jednoznaczność. Możemy wręcz mówić o rozbieżności pomiędzy ba-

1 K. Womack, *Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?*, „Journal of Finance” 1996, vol. LI, no. 1, s. 137–167.

2 P. He, A. Grant, J. Fabre, *The Economic Value of Analyst Recommendations in Australia: An Application of the Black-Litterman Asset Allocation Model*, „Accounting & Finance” 2013, vol. 53, no. 2, s. 441–470.

daniami wykonywanymi dla rynków amerykańskich, europejskich, australijskiego i azjatyckich. Warto przypomnieć wnioski Chakrabartiego³, mówiące o tym, iż rekomendacje pozytywne silniej oddziałują na rynek (rynek azjatycki), z drugiej strony zaś badania Stickela⁴ wskazujące, że rekomendacje negatywne generują wyższe ponadprzeciętne stopy zwrotu niż pozytywne (rynek amerykański).

3) Ocena wpływu wielkości *potencjału wzrostu ceny* na prawdopodobieństwo zachowania się inwestorów zgodnie z sygnałem płynącym z rekomendacji.

Różnica pomiędzy ceną docelową a ceną bieżącą w momencie wydania rekomendacji stanowi istotny element weryfikacji wydźwięku poszczególnych rekomendacji, często bowiem istnieje dysonans pomiędzy prognozowanym wzrostem lub spadkiem notowań danego przedsiębiorstwa a wydanym komunikatem odnośnie do zaleceń transakcyjnych⁵. Domy maklerskie nie posiadają jednolitych standardów przyporządkowywania wielkości zmiany ceny do publikowanego komunikatu transakcyjnego, co sprawia, iż poszczególne grupy rekomendacji nie pokrywają się pomiędzy domami maklerskimi, co utrudnia ich jednoznaczną ocenę tylko z punktu widzenia komunikatu słownego, wskazującego na dokonanie konkretnego rodzaju operacji giełdowej, związanego z wykonaną przez dom maklerski analizą. Dlatego też podjęto próbę zweryfikowania siły oddziaływania poszczególnych rekomendacji przez pryzmat prognozowanej w nich zmienności ceny, a nie jedynie w odniesieniu do wydźwięku publikowanego opracowania.

4) Weryfikacja wpływu krótkoterminowego trendu rynkowego na skuteczność oddziaływania wydawanych rekomendacji.

Wykonane dotychczas badania wpływu rekomendacji na zachowania inwestorów wskazały, iż istnieje uzasadnione podejrzenie, że są one wydawane zgodnie z bieżącą tendencją rynku, co zwiększa ich poziom pozytywnej weryfikacji przez pryzmat stóp zwrotu osiąganych przez poszczególne spółki po dacie opublikowania wyceny. Wnioski wskazujące, że rekomendacje podążają za bieżącym trendem, sformułowali m.in. Muslu i Xue⁶. Natomiast Stickel⁷ ustalił, iż rekomendacje podtrzymujące trend silniej oddziałują na ceny niż wyceny przeciwstawne do bieżących tendencji.

5) Weryfikacja wpływu rekomendacji w poszczególnych segmentach rynku i ocena reakcji inwestorów w odniesieniu do konkretnych branż.

3 R. Chakrabarti, *Should you bet on your broker's advice? A study of analyst recommendations in India*, „Money and Finance” 2005, vol. 2, no. 17, s. 1–22.

4 S. Stickel, *The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations*, „Financial Analysts Journal” 1995, vol. 51, no. 5, s. 25–39.

5 R. Pastusiak, J. Keller, *The structure of stock exchange recommendations in Poland in the context of anchoring effect and excessive optimism*, „Journal of Economics, Business and Management” 2013, vol. 1, no. 3, s. 304–309.

6 V. Muslu, Y. Xue, *Analysts' Momentum Recommendations*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2013, vol. 40, no. 3 & 4, s. 438–469.

7 S. Stickel, *op. cit.*

Zaproponowany wyróżnik odnosi się do tego, że różne segmenty gospodarki posiadają swoją specyfikę zarówno pod kątem stabilności, jak i perspektyw rozwoju na przyszłość, co powinno stanowić istotny element wpływający na oddziaływania prognoz maklerów na poszczególne grupy akcji.

- 6) Ocena wpływu rekomendacji pochodzących z poszczególnych domów maklerskich na skuteczność oddziaływania opracowywanych przez nich wycen na zmiany cen akcji.

Wyróżnik ten w opisywaniu wpływu rekomendacji na notowania akcji jest również często podejmowanym wątkiem w badaniach. Stanowcza większość z nich wskazuje, iż reputacja domu maklerskiego, a nawet personalna renoma analityka w nim zatrudnionego, stanowi istotny czynnik kształtujący oddziaływanie opublikowanego raportu na notowania rynkowe. Ponadto, badacze często zauważają, iż duże domy maklerskie wykonują więcej opracowań i są bardziej skłonne do wystawiania rekomendacji kupna. Warto tu przytoczyć badania Barbera, Lehavy'ego i Truemana⁸, wskazujące, iż renomowane domy maklerskie publikując rekomendacje, silniej oddziałują na rynek niż podmioty o mniejszym poważaniu wśród inwestorów.

W związku z postawionymi celami postawiono związane z nimi hipotezy. Odnosząc się kolejno do celów częściowych badania, określono je w następujący sposób:

H1: *Wśród rekomendacji publikowanych przez domy maklerskie dla spółek notowanych na GPW dominują wyceny o charakterze pozytywnym.*

H2: *Rekomendacje o charakterze negatywnym oddziałują na rynek silniej niż rekomendacje pozytywne.*

H3: *Prognozowany w rekomendacji wyższy poziom zmiany ceny względem tej z dnia publikacji jest istotnym czynnikiem zwiększającym prawdopodobieństwo reakcji inwestorów zgodnej z komunikatem rekomendacji, zarówno w grupie raportów pozytywnych, jak i negatywnych.*

H4: *Rekomendacje wydawane zgodnie z obecnie występującym trendem ogólnorynkowym zwiększają prawdopodobieństwo wystąpienia reakcji inwestorów zgodnej z komunikatem rekomendacji.*

H5: *Rekomendacje nie oddziałują na wszystkie segmenty rynku w jednolity sposób. Wyceny publikowane w niektórych branżach zwiększają prawdopodobieństwo wystąpienia reakcji inwestorów zbieżnej z charakterem rekomendacji.*

H6: *Publikacja rekomendacji nie jest postrzegana przez rynek identycznie w odniesieniu do instytucji publikujących opracowanie. Raporty publikowane przez niektóre domy maklerskie zwiększają prawdopodobieństwo wystąpienia reakcji inwestorów zgodnej z wydźwiękiem rekomendacji.*

8 B. Barber, R. Lehavy, B. Trueman, *Brokerage Houses and their Stock Recommendations: Does Superior Performance Persist?*, „University of California Working Paper” 1999, September, s. 1–41.

3.2. Metodyka i zakres badania

3.2.1. Zakres przedmiotowy

W celu weryfikacji opisanych wcześniej hipotez poddano badaniu rekomendacje typu *sell-side*⁹, wystawiane przez polskie i zagraniczne domy maklerskie, dla spółek notowanych na rynku głównym Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych. W celu realizacji postawionych celów, każda z rekomendacji uwzględniona w analizie musiała zawierać informacje odnośnie do:

- 1) rekomendowanej spółki,
- 2) instytucji przygotowującej wycenę,
- 3) daty wydania rekomendacji,
- 4) komunikatu z zaleceniem transakcyjnym,
- 5) ceny docelowej akcji.

Wykaz opublikowanych rekomendacji giełdowych w założonym okresie badawczym pozyskano za pośrednictwem branżowych serwisów internetowych:

- 1) strona Bankier.pl, <https://www.bankier.pl/gielda/rekomendacje> [dostęp: 12.06.2017].
- 2) strona StockWatch.pl, <https://www.stockwatch.pl/rekomendacje/> [dostęp: 12.06.2017].
- 3) strona GPWinfostrefa, <http://infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/rekomendacje/1> [dostęp: 12.06.2017].

oraz bezpośrednich stron internetowych domów maklerskich, które w sposób nieodpłatny publikowały swoje rekomendacje. Należy jednak zauważyć, iż domy maklerskie publikują swoje rekomendacje w serwisie ogólnym w sposób wybiórczy i wskazujący na chęć prezentacji jedynie opracowań o historycznie najwyższej sprawdzalności. Zabieg tego typu ma na celu zaprezentowanie produktu domu maklerskiego, jakim niewątpliwie jest rekomendacja, jako maksymalnie rzetelnego i zachęcającego do dokonania transakcji przez inwestora, co przekłada się na zyski domu maklerskiego pobierającego prowizje od zawartych transakcji.

Dodatkowym elementem uzupełnienia informacji o każdej rekomendacji było ustalenie głównego sektora, w którym funkcjonuje wyceniana spółka. Pozyskanie tej informacji jest kluczowe z punktu widzenia realizacji celu 5 i weryfikacji hipotezy 5. Informacje na temat głównej zasady działania poszczególnych podmiotów ustalono na podstawie danych zawartych w serwisie bankier.pl.

9 Są to rekomendacje wystawiane przez analityków/instytucje, które również oferują sprzedaż lub obsługę obrotu ocenianych instrumentów. W pracy skupiono się na rekomendacjach wystawianych tylko przez domy maklerskie, mając na uwadze, iż tego typu raporty mogą być wystawiane również przez inne podmioty.

Ze względu na konieczność weryfikacji zmienności stóp zwrotu z poszczególnych akcji po opublikowaniu rekomendacji ich dotyczących, konieczne było również pozyskanie notowań każdej z badanych spółek w całym okresie badania. Notowania zostały pozyskane z wykorzystaniem serwisu stooq.pl. Dzięki nim ustalono kursy poszczególnych akcji w dniu publikacji rekomendacji giełdowej oraz w badanym oknie zdarzenia po dacie publikacji¹⁰.

Dodatkowo, również za pośrednictwem portalu stooq.pl, pozyskano informacje dotyczące notowań głównego indeksu Warszawskiej Giełdy – WIG. Informacje na temat ogólnej bieżącej zmienności rynku były niezbędne do weryfikacji hipotezy 4, odnoszącej się do skuteczności rekomendacji wystawianych zgodnie z bieżącą tendencją rynkową. Ze względu na charakter wykonywanych analiz, niezbędne było również usunięcie części obserwacji, potencjalnie zniekształcających ostateczne wnioski. Przede wszystkim usunięto rekomendacje wystawione dla spółek, które w momencie dokonywania wyceny nie były jeszcze notowane na rynku, czyli raporty wystawione przed datą debiutu. Konieczność ta wynikała z faktu, iż w takich przypadkach nie było możliwości ustalenia historycznego kursu odniesienia, niezbędnego do oszacowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w oknie zdarzenia. Ponadto usunięto obserwacje niezawierające którejkolwiek z kluczowych w dalszych analizach informacji. W drugiej kolejności wyeliminowano z próby badawczej rekomendacje bez jednoznacznie określonego zalecenia transakcyjnego (komunikatu rekomendacji), gdyż rozróżnienie wycen według tego kryterium jest niezbędne do weryfikacji hipotezy 2.

Analizy nie zawierały również rekomendacji dla spółek, których notowania nie odbywały się w trybie ciągłym lub które zostały zawieszone w okresie wokół publikacji rekomendacji. Okres ten obejmuje minimum miesiąc przed tą datą oraz dwa tygodnie po niej. Ze względu na bardzo dynamiczny i krótkoterminowy charakter zmian cen po dacie publikacji, dokonano również redukcji badanej próby o rekomendacje, które ukazały się w sobotę, niedzielę lub inne dni świąteczne, w których nie odbywają się notowania, przyjmując, iż odbiór rekomendacji przez inwestorów w momencie, gdy nie mogą oni dokonać szybkiej transakcji, może potencjalnie przekładać się na zmniejszone reakcje lub całkowite pominięcie przez inwestorów faktu ukazania się wyceny. Należy jednak zauważyć, że publikacja rekomendacji w dni wolne od notowań jest niezwykle rzadka i obserwacje, które zostały usunięte z tego powodu, stanowiły około 6,5% wyjściowej próby badawczej. Również ze względu na rozważania dotyczące skuteczności oddziaływania rekomendacji na notowania w uzależnieniu od instytucji publikującej poszczególne wyceny, przy dokonywaniu ostatecznych kalkulacji usunięto obserwacje pochodzące z domów maklerskich, których ilość nie przekroczyła 10 sztuk. Skonstruowana według powyższych kryteriów próba badawcza ostatecznie zawierała 11 824 obserwacje, pochodzące z 48 instytucji i dotyczące 326 spółek z 28 sektorów rynku.

10 <https://stooq.pl/> [dostęp: 15.08.2017].

3.2.2. Zakres czasowy

Podając rozważania w zakresie wpływu rekomendacji na notowania giełdowe, wykonano bazę danych, przy tworzeniu której kierowano się kryterium dokonania analizy na próbie maksymalnie szerokiej, przy jednoczesnym zachowaniu jej spójności oraz rzetelności w kontekście badanego zjawiska oraz zmiennych. Badanie polskiego rynku giełdowego w oczywisty sposób jest ograniczone historycznie przez datę rozpoczęcia, czyli dzień 16 kwietnia 1991 r. Jednakże pierwsze lata działalności giełdy znacząco różniły się od jej kształtu, jaki możemy obserwować w dniu dzisiejszym (z punktu widzenia momentu powstania niniejszej pracy), zarówno pod kątem liczby notowanych spółek, liczby instytucji funkcjonujących na giełdzie, częstotliwości wykonywania wycen i rekomendacji, ilości inwestorów oraz rozbudowania regulacji dotyczących obrotu instrumentami na tym rynku. Istotnym elementem wpływającym na jakość zbieranych danych do badania stanowi również fakt, iż pozyskiwanie i archiwizacja informacji odnośnie wykonywanych rekomendacji w latach 90., szczególnie w pierwszej ich połowie, były znacznie utrudnione i ograniczone w wariacie cyfrowym, co przekłada się na mało liczne i trudno weryfikowalne obserwacje pochodzące z tamtego okresu, które są możliwe do uzyskania w momencie przeprowadzania niniejszego badania.

Kolejną istotną kwestią jest uwzględnienie w procesie pozyskiwania danych faktu, iż regulacje prawne dotyczące rekomendacji giełdowych nie powstały w całym swoim zakresie wraz z momentem powołania GPW w 1991 r. Analizowany instrument, jakim jest rekomendacja giełdowa, został szczegółowo dookreślony w rozporządzeniu z 19 października 2005 r. Dlatego też w niniejszym badaniu wykorzystano rekomendacje opublikowane jedynie po momencie wejścia w życie rozporządzenia w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. 2005, nr 206, poz. 1715), czyli po dniu 24 października 2005 r. Próba badawcza ostatecznie obejmuje okres aż do 31 grudnia 2016 r., czyli prawie 11 lat. Zakres czasowy badania jest najdłuższy spośród dotychczas powstałych publikacji traktujących o rekomendacjach giełdowych na polskim rynku akcji, dlatego formułowane na jego podstawie wnioski powinny prezentować obraz rynku w badanym zakresie w sposób pełniejszy niż w dotychczas podejmowanych analizach.

Warto również zaznaczyć, że zaproponowany okres pokrywa cykliczne wahania gospodarcze oraz giełdowe, co sprawia, iż badane zjawisko oraz zmienne są testowane zarówno w warunkach wzrostów, jak i spadków giełdowych, a także okresów lepszej i gorszej koniunktury ogólnogospodarczej. Aspekt ten jest istotny, ponieważ badacze we wcześniejszych badaniach przedmiotu zwrócili uwagę na aspekt podążania rekomendacji za bieżącymi trendami rynkowymi i ich zwiększoną skuteczność w przypadku wydawania ocen zgodnych

z bieżącą koniunkturą. Do istotnych wniosków w tym zakresie doszedł Stickel¹¹, wskazując, że zmiany rekomendacji podtrzymujące trend są silniejsze w oddziaływaniu na inwestorów, czy też Muslu, Xue¹², również opisujący podobne zjawisko.

Rozważania przedstawione w niniejszej pracy także odnoszą się do aspektu rekomendacji wydawanych zgodnie z krótkoterminowym bieżącym trendem, więc tym bardziej aspekt bieżącej fazy rynku powinien zostać uwzględniony w analizach. Okres objęty analizą pomiędzy październikiem 2005 a grudniem 2016 r., to 132 miesiące poddane badaniu. Odnosząc to do kilku podstawowych teorii wahań cykli koniunkturalnych oraz giełdowych, trzeba zauważyć, że przy założeniu, iż cykl Kitchina trwa średnio 3,5 roku¹³, okres analiz obejmuje przeszło 6 pełnych cykli koniunktury. Także w odniesieniu do cykli Juglara, trwających od 8 do 10 lat¹⁴, badana próba pokrywa ponad 1 cykl. Badania przeprowadzone bezpośrednio na rynku polskim, wykonane przez Wośko¹⁵, wskazują, iż cykl gospodarczy w warunkach polskich trwa około 52,7 miesięcy, natomiast pełen cykl giełdowy około 31,2 miesięcy. Oznacza to, że przyjęty okres badania przeszło 2,5 razy przekracza gospodarczy cykl koniunkturalny i ponad 4,2 razy giełdowy.

Reasumując więc przyjęte założenia odnośnie do badanego zakresu czasu, trzeba zauważyć, iż odnosi się on w pełni do okresu podlegającego pod właściwe regulacje prawne, daje możliwość pozyskania adekwatnych informacji w kontekście podjętej tematyki oraz obejmuje pełen zakres faz rynku i gospodarki, który pozwoli na zobrazowanie zjawiska w sposób pełny i bez pominięcia okresów specyficznych.

3.2.3. Metodyka badania

Badanie zaproponowane w niniejszej książce składa się z kilku etapów, odnoszących się do poszczególnych faz realizacji postawionych celów i weryfikacji postawionych hipotez. Schemat postępowania, które przyjął autor zaprezentowano na schemacie 3.1.

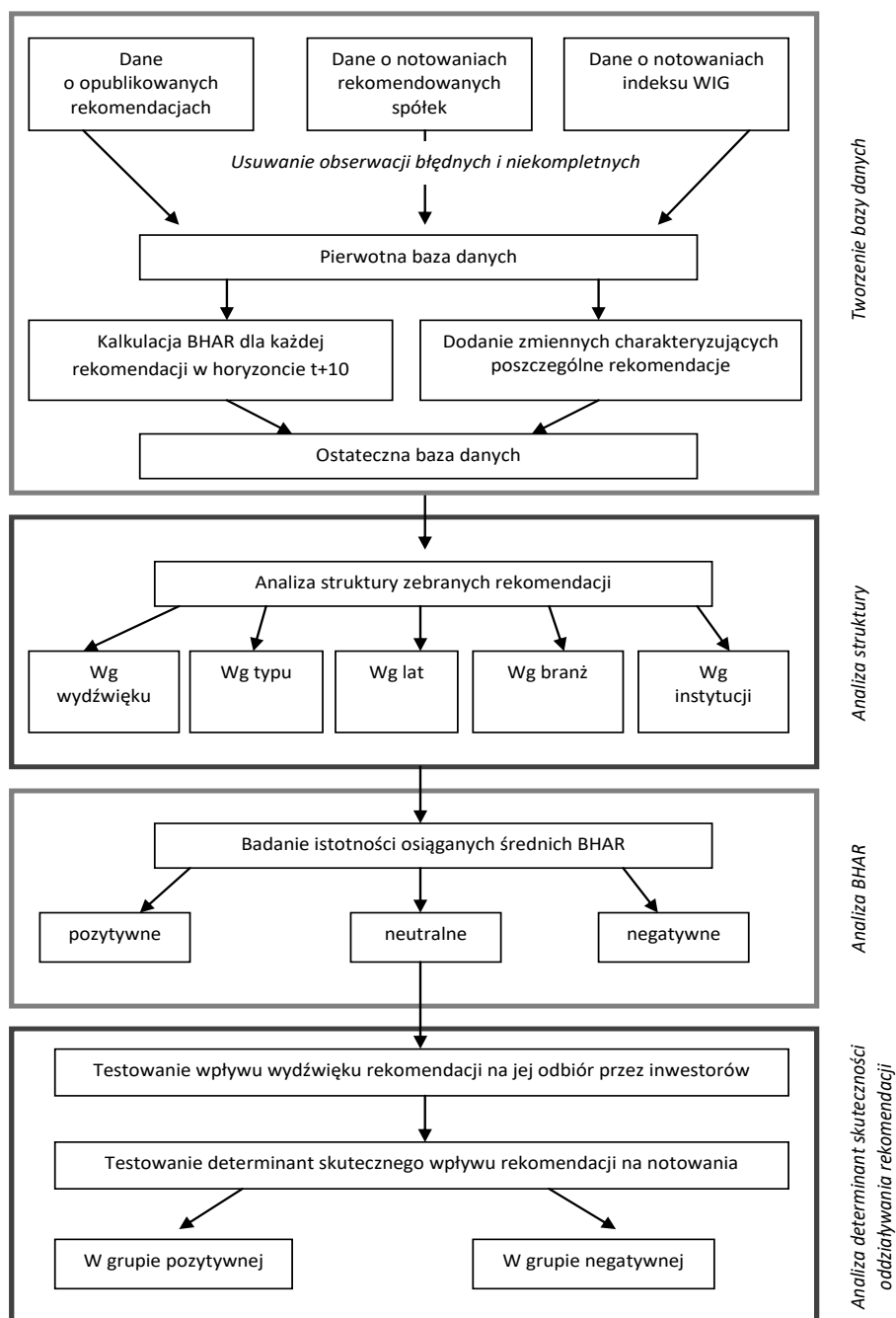
11 S. Stickel S., *op. cit.*

12 V. Muslu, Y. Xue, *op. cit.*

13 R. Milewski, *Podstawy ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 515.

14 *Ibidem.*

15 Z. Wośko, *Wpływ zmian na rynkach finansowych na przebieg wahań koniunkturalnych w Polsce*, 2006 (praca doktorska).



Rysunek 3.1. Schemat przeprowadzenia badania i weryfikacji hipotez

Źródło: opracowanie własne.

Zaprezentowane analizy zostały wykonane na próbie 11 824 rekomendacji pochodzących z okresu od 24 października 2005 do 31 grudnia 2016 r. Zgodnie z opisanymi wcześniej założeniami tworzenia badanej zbiorowości, została ona zredukowana o obserwacje niekompletne oraz dokonano szeregu zabiegów ujednolicenia pozyskanych obserwacji, w celu dokonania wspólnej i jednoznacznej analizy w dalszych etapach w pracy. Ważnym elementem na tym etapie było przyporządkowanie poszczególnych komunikatów zawartych w rekomendacjach różnych domów maklerskich do jednej z trzech zasadniczych grup rekomendacji: pozytywnych, neutralnych i negatywnych. Rozróżnienie to jest kluczowe z punktu widzenia zarówno hipotezy głównej, jak i drugiej hipotezy pomocniczej. Poszczególne instytucje nie posiadają znormalizowanego systemu komunikatów dotyczących proponowanych transakcji, co utrudnia ich bezpośrednie porównywanie względem tego kryterium. Za pewien standard możemy przyjąć pięciostopniową skalę typów rekomendacji, według której wyróżnimy ich następujące rodzaje:

- 1) kupuj,
- 2) akumuluj,
- 3) neutralnie,
- 4) redukuj,
- 5) sprzedaj.

Domy maklerskie stosują jednak również inne komunikaty, które należało ujednolicić oraz przyporządkować do jednej z trzech głównych grup raportów wskazanych powyżej. Proces ten prezentuje tabela 3.1.

Po ustaleniu zharmonizowanego typu oraz charakteru każdej z pozyskanych do badania wycen, dokonano parametryzacji każdego rekordu w odniesieniu do badanych aspektów i postawionych hipotez. W ten sposób stworzono zestaw zmiennych opisujących każdą poszczególną obserwację. Zmienne, które uwzględniono w dalszych analizach, przedstawiono poniżej.

Potencjał wzrostu (PW_i) – To potencjalny poziom zmiany wartości akcji wynikający z różnicy pomiędzy ceną docelową wskazaną w rekomendacji a ceną otwarcia danego waloru na sesji w dniu, w którym opublikowano rekomendację. Z tego powodu wcześniej usunięto wszystkie wyceny, które ukazały się w dniu bez sesji giełdowej. Należy również zaznaczyć, iż wskazana w rekomendacji cena docelowa jest określana w horyzoncie od kilku do kilkunastu miesięcy, zazwyczaj w perspektywie od trzech do pięciu kwartałów od momentu opublikowania wyceny. Jednakże z punktu widzenia krótkoterminowej analizy, która w przypadku niniejszego badania będzie ograniczać się do maksymalnie 10 sesji po momencie opublikowania rekomendacji, rozbieżność horyzontów wyceny pomiędzy poszczególnymi opracowaniami nie stanowi problemu metodycznego.

Tabela 3.1. Typy komunikatów wystawianych w badanej zbiorowości rekomendacji oraz ich grupowanie

Typy rekomendacji	Ujednolicone typy rekomendacji	Komunikat
gorzej niż rynek	redukuj	negatywny
niedoważaj	redukuj	negatywny
poniżej rynku	redukuj	negatywny
realizuj zysk	redukuj	negatywny
redukuj	redukuj	negatywny
spekulacyjnie sprzedaj	sprzedaj	negatywny
sprzedaj	sprzedaj	negatywny
trzymaj się z daleka	sprzedaj	negatywny
unikaj	sprzedaj	negatywny
neutralnie	neutralnie	neutralny
tak jak rynek	neutralnie	neutralny
wycena	neutralnie	neutralny
zgodnie z rynkiem	neutralnie	neutralny
akumuluj	akumuluj	pozytywny
dodawaj	akumuluj	pozytywny
kupuj	kupuj	pozytywny
lepiej niż rynek	akumuluj	pozytywny
ponad rynek	akumuluj	pozytywny
powyżej rynku	akumuluj	pozytywny
przeważaj	akumuluj	pozytywny
równoważ	akumuluj	pozytywny
spekulacyjnie kupuj	kupuj	pozytywny
trzymaj	akumuluj	pozytywny
zdecydowanie kupuj	kupuj	pozytywny

Źródło: opracowanie własne.

Jak wskazuje wiele badań przytoczonych w rozdziale trzecim, inwestorzy reagują na rekomendacje w krótkoterminowej perspektywie zamykającej się w kilku lub kilkunastu sesji giełdowych¹⁶. Potencjał wzrostu jest bardzo istotną zmienną,

16 Patrz np. P. Liu, D. Smith, A. Syed, *Stock Price Reactions Reactions to The Wall Street Journal's Securities Recommendations*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1990, vol. 25, no. 3, s. 399–410 (**istotne są pierwsze 2 sesje giełdowe**); P. Schlumpf, M. Schmid, H. Zimmermann, *The First- and Second-Hand Effect of Analysts' Stock Recommendations – Evidence from the Swiss Stock Market*, „European Financial Management” 2008, vol. 14, no. 5,

która w czytelny i jednoznaczny sposób wskazuje perspektywy rozwoju spółki i może dawać lepszy komunikat odnośnie ewentualnych zalecanych transakcji niż jedynie komunikat słowny. Na potrzeby wykonywanych analiz potencjał wzrostu zdefiniowany jest w następujący sposób¹⁷:

$$P_i = \frac{P_t - P_0}{P_0}$$

Trend (T_i) – Zmienna ta odnosi się do aktualnej (dla danej rekomendacji) tendencji rozwoju całego rynku reprezentowanego przez indeks WIG. Wprowadzenie tego parametru pozwoli zweryfikować wpływ aktualnego trendu rynkowego na skuteczność oddziaływania rekomendacji na ceny zgodnie z ich wydźwiękiem. Trend na potrzeby analizy został ujęty jako zmienna skokowa, która może przyjąć 3 wartości: (–1) w przypadku trendu spadkowego, (0) w przypadku niejednoznaczności tendencji lub trendu horyzontalnego oraz (1) gdy rynek znajduje się w tendencji wzrostowej. Jako że wykonywane analizy osadzone są w krótkoterminowym kontekście, bieżąca tendencja rynkowa również nie odnosi się do pełnych faz cykli koniunkturalnych czy też giełdowych. Za punkt odniesienia dla decyzji inwestycyjnej w niniejszym badaniu przyjęto okres maksymalnie dwóch miesięcy przed ukazaniem się rekomendacji. Tak też rynek wzrostowy określono jako sytuację, w której dwa kolejne miesiące przynosiły dodatnie stopy zwrotu z indeksu WIG (1). Analogicznie przyjęto, iż dwa kolejne miesiące spadkowe wskazują na krótkoterminową bessę (–1), natomiast sytuacja, w której w dwóch kolejnych miesiącach występują naprzemiennie wzrost i spadek określono jako sytuację niejednoznaczną (0). Jeżeli więc bieżąca tendencja wpływa w pozytywny sposób na reakcje inwestorów na opublikowanie rekomendacji giełdowej, to zmienna ta powinna być pozytywnie skorelowana z trzema wskazanymi grupami rekomendacji – pozytywnymi (1), neutralnymi (0) i negatywnymi (–1).

Dom Maklerski ($DM1_i, \dots, DM50_i$) – Parametry dotyczące domów maklerskich uczestniczących w badaniu stanowią zestaw pięćdziesięciu zmiennych binarnych związanych z instytucjami wyceniającymi akcje. Każdy odnotowany rekord w stworzonej próbie badawczej posiada przypisaną jedną zmienną binarną domu maklerskiego o wartości 1, przy pozostałych 49 o wartości 0. Zastosowanie takiego ujęcia aspektu renomy poszczególnych instytucji, zamiast zastosowania jednej

s. 962–988 (istotnych jest pierwszych 5 sesji giełdowych); P. Mielcarz, *Krótkookresowy wpływ rekomendacji na rynek giełdowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016, s. 51 (istotnych jest pierwszych 11 sesji giełdowych).

17 Taki sposób określenia potencjału wzrostu odnosi się tylko i wyłącznie do zmiany pomiędzy ceną docelową a ceną w dniu wydania rekomendacji. W rzeczywistości zmiana ta obejmuje również wpływ indeksu rynkowego, który powinien być uwzględniony w ocenie zmian cen w oknie analiz. W ramach stosowania metodologii BHAR, fakt ten został uwzględniony w 10-sesyjnym horyzoncie.

zmiennej ujmującej wszystkie instytucje, pozwala po pierwsze uniknąć analizy dodatkowych parametrów, które weryfikowałyby poziom zaufania inwestorów do poszczególnych domów maklerskich, a po drugie pozwoli ustalić w precyzyjny sposób stopień istotności osądów poszczególnych instytucji w oczach odbiorców rekomendacji.

Branża ($BR_1, \dots, BR_{28}$) – Zmienne dotyczące branży zostały ustalone w sposób analogiczny jak w przypadku domów maklerskich, to znaczy określają one główny sektor działalności danego przedsiębiorstwa przez pryzmat przypisania mu pozytywnie jednej z 28 zmiennych binarnych odzwierciedlających branżę ujętą w badaniu. Zmienna ta związana jest z weryfikacją hipotezy 5. Sektory uwzględnione w badaniu zostały określone w sposób ogólny, zgodnie z podstawową klasyfikacją wskazaną dla danej spółki przez portal bankier.pl. Dla każdej z obserwacji przypisano tylko i wyłącznie jedną branżę zasadniczą, to znaczy, że każdy rekord w analizowanej próbie badawczej opisany jest w kontekście branży poprzez 27 zmiennych o wartości 0 i jedną o wartości 1.

Ponadto w celu weryfikacji zmienności stóp zwrotu po opublikowaniu poszczególnych rekomendacji giełdowych, niezbędne było ustalenie notowań każdej ze spółek od dnia publikacji opracowania, aż do końca założonego horyzontu –10 sesji po dacie publikacji. Notowania zostały pozyskane za pośrednictwem portalu stooq.pl i odpowiednio przetworzone w celu przyporządkowania notowań do dat opublikowania każdej rekomendacji znajdującej się w bazie badania. Założony horyzont 10 sesji maksymalnie od daty analizowanego zdarzenia został ustalony na podstawie literatury, która w dosyć jednoznaczny sposób wskazuje, iż analiza rekomendacji w perspektywie faktycznie deklarowanej w poszczególnych wycenach nie przynosi żadnych istotnych efektów i dodatkowo jest zniekształcona poprzez bardzo dużą ilość zdarzeń niezwiązanych z analizowanym zjawiskiem, które występują na rynkach kapitałowych w tak długim okresie jak kilkanaście miesięcy. Jak wskazywano wcześniej, zarówno w rozdziale trzecim, jak i przy okazji opisu zmiennej „potencjał wzrostu”, zasadniczą większość analiz skupia się na horyzontach bardzo krótkich, zamykających się w kilkunastu sesjach giełdowych. Badacze przy takim wyborze najczęściej powołują się na konieczność dyskontowania w badaniu dynamicznych kanałów dystrybucji informacji, które pozwalają inwestorom uzyskać raport z wyceny w perspektywie maksymalnie kilku dni od momentu ich powstania, co sprawia, że jeżeli dokonują oni transakcji z ich wykorzystaniem, odbywa się to w perspektywie bardzo krótkiej względem daty publikacji rekomendacji.

Pojawia się tu kwestia konieczności doprecyzowania punktu, który uznajemy za kluczowy z punktu widzenia analizy badanego zjawiska i który stanowi punkt wyjściowy do dalszych analiz. Literatura wskazuje tutaj dwie daty: dzień wydania rekomendacji oraz dzień jej upublicznienia, które nie są momentami tożsamymi. Dzień wydania rekomendacji możemy utożsamiać z datą deklarowaną jaką dzień stworzenia. Jest to moment, w którym opracowanie jest przekazywane do zamkniętej

grupy klientów, którzy zazwyczaj uzyskują tego typu opracowania na podstawie uiszczanych opłat abonamentowych, uprawniających ich do otrzymania wyceny wcześniej niż szeroka grupa odbiorców. Grupa, którą możemy określić jako „inwestorzy premium”, otrzymuje analizy wcześniej i ma więcej czasu na wykonanie decyzji inwestycyjnych, jednakże stanowi grupę zamkniętą, co w pewien sposób ogranicza jej wpływ na zmienność notowań akcji po uzyskaniu stosownych informacji z rekomendacji i poprzez dokonywanie odpowiednich zleceń giełdowych.

Drugą ważną datą jest moment upublicznienia wykonanej wyceny. Jest to moment, w którym ma ona możliwość dotarcia do szerokiej grupy inwestorów, którzy w tym momencie mogą również dokonać transakcji zgodnie z zaleceniami domu maklerskiego. Powoduje to potencjalnie występowanie drugiej fali zmienności cen, zgodnej z komunikatem zawartym w rekomendacji. Możemy więc wyróżnić dwa trendy badawcze analizujące daty rozpoczęcia analizy: moment wydania i upublicznienia wycen maklerskich. Oba trendy badawcze wskazują na występowanie pozytywnych i istotnych zmian cen związanych z rekomendacjami. Jednakże cechą wspólną obu nurtów jest problem z jednoznacznym doprecyzowaniem horyzontu, który jest zasadny w analizie wpływu rekomendacji na ceny. W pewien ogólny sposób jednak możemy stwierdzić, iż większość badań wskazuje na czas krótszy niż 1 miesiąc, znaczna część z nich odnosi się do horyzontów kilkudniowych.

W podjętych analizach wykorzystano, jako kluczową, datę wydania rekomendacji. Podejście to jest zbieżne z wcześniejszymi badaniami wykorzystującymi duże próby badawcze¹⁸, ponieważ w ich przypadku weryfikacja długości okresu pomiędzy datą wydania i upublicznienia rekomendacji, wymagająca indywidualnego podejścia do każdego rekordu, byłaby technicznie niemożliwa, szczególnie w odniesieniu do raportów historycznie odległych. Problem ten jest o tyle większy, iż nie wszystkie rekomendacje wydawane są szerokim odbiorcom z opóźnieniem, jak również przesunięcie czasowe nie zawsze jest identyczne. Powołując się na badanie własne, Mielcarz stwierdził, że około 63% rekomendacji w podejmowanym przez niego badaniu zostało wydane z kilkudniowym opóźnieniem, zawsze 7,5% z nich dotarło do szerokiej grupy odbiorców w czasie dłuższym niż 7 dni¹⁹. Aby dokonać tych ustaleń, autor musiał w indywidualny sposób weryfikować każdą z analizowanych wycen. Trzeba jednak nadmienić, iż ustalona przez niego ostateczna próba badawcza w tym badaniu wynosiła 243 obserwacje. W kontekście rozbieżności daty stworzenia i upowszechniania rekomendacji, w celu ujęcia zarówno fali transakcji wykonywanych przez inwestorów premium, jak i przez szeroką grupę inwestorów niepłacących za dostęp do rekomendacji, ostatecznie przyję-

18 Np. J. Cao, M. Kohlbeck, *Analyst Quality, Optimistic Bias, and Reactions to Major News*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 2011, vol. 26, no. 3, s. 502–526 (próba badawcza ponad 82 tys. rekomendacji).

19 P. Mielcarz P., *Krótkookresowy...*, s. 43–44.

ty przez autora horyzont badawczy obejmuje okres 10 sesji po dacie publikacji rekomendacji.

W ramach analizy ponadprzeciętnych stóp zwrotu generowanych po ukazaniu się rekomendacji przeanalizowano wszystkie sesje w ciągu dwóch tygodni po dacie publikacji, jednakże z punktu widzenia dalszych badań szczegółowych odnoszących się do parametrów determinujących sposób reakcji rynku na ukazanie się wyceny, szczególnie wyróżniono okres „ $t+10$ ”, gdzie t stanowi datę wydania rekomendacji. Horyzont dwudniowy obejmujący dzień wydania raportu oraz dzień po nim następujący, jest minimalnym okresem, w którym w bezpieczny sposób możemy określać zmiany cen w odniesieniu do ukazania się poszczególnych wycen, ponieważ należy założyć, iż nie wszystkie z nich mogą dotrzeć do inwestorów w czasie trwania notowań giełdowych. To oznacza, że inwestorzy premium, którzy otrzymali nowe informacje, mogą je zdyskontować najwcześniej na sesji w dniu kolejnym. Jednocześnie podejście to odnosi się do wcześniejszych analiz wskazujących, że ponadprzeciętne stopy zwrotu występują jedynie w bardzo krótkim okresie po ukazaniu się rekomendacji, jak badania Feldmana, Livanta i Zhanga²⁰, czy też Nelsona, Price’a i Rountree²¹, gdzie autorzy analizują horyzont do jednego dnia po ukazaniu się raportu z wyceny.

Podstawą wnioskowania o ogólnym związku pomiędzy publikacją rekomendacji a występowaniem ponadprzeciętnych stóp zwrotu jest badanie oparte o tzw. „analizę zdarzeń”, która została wstępnie nakreślona w rozdziale trzecim. Proces ten zakłada wyselekcjonowanie konkretnego zdarzenia, którym w tym przypadku jest publikacja rekomendacji giełdowej, ustalenie daty jego zajścia oraz analiza występowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu po momencie wystąpienia badanego zdarzenia i w założonym horyzoncie czasowym. Zgodnie z wcześniej przedstawionym opisem, datą zdarzenia w niniejszych rozważaniach jest dzień wydania rekomendacji, zaś okno analizy wpływu tego zdarzenia obejmuje okres do 10 sesji giełdowych po dacie publikacji.

W rozważaniach wykorzystano model ponadprzeciętnych stóp zwrotu BHAR, przedstawiający kumulatywną, dodatkową stopę zwrotu uzyskaną ze strategii „kup i trzymaj” i związaną z ukazaniem się rekomendacji²².

20 R. Feldman, J. Livant, Y. Zhang, *Analysts' Earnings Forecast, Recommendation, and Target Price Revisions*, „The Journal of Portfolio Management” 2012, vol. 38, no. 3, s. 120–132.

21 K. Nelson, R. Price, B. Rountree, *Are Individual Investors Influenced by the Optimism and Credibility of Stock Spam Recommendations?*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2013, vol. 40, no. 9 & 10, s. 1155–1183.

22 P. Ryan, *Value of Analysts' Investment Recommendations: Evidence from the Irish Stock Market*, „Irish Journal of Management” 2006, vol. 26, no. 2, s. 149–164.

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + E(R_{it}))$$

$BHAR_{it}$ – „kup i trzymaj” ponadprzeciętna stopa zwrotu;

R_{it} – rzeczywista stopa zwrotu z akcji i osiągnięta w okresie t ;

$E(R)_{it}$ – oczekiwana stopa zwrotu z akcji i w okresie t w sytuacji, gdyby zdarzenie nie wystąpiło;

T – horyzont „okna zdarzenia” (w podjętych rozważaniach $T=10$).

Podstawą do orzekania o istotności przełożenia komunikatów płynących z rekomendacji na faktyczne notowania giełdowe jest możliwość uzyskiwania ponadprzeciętnych stóp zwrotu uzyskanych na podstawie transakcji wykonanej zgodnie z sygnałem płynącym z rekomendacji i w dniu jej wydania, przy założeniu utrzymania otwartej pozycji inwestycyjnej maksymalnie do 10 dni sesyjnych po komunikacie z domu maklerskiego.

Punktem odniesienia do ustalania nadwyżek stopy zwrotu na poszczególnych sesjach giełdowych jest oczekiwana stopa zwrotu, wynikająca ze średniej historycznej stopy zwrotu dla danej akcji uzyskiwanej z 20 sesji giełdowych poprzedzających wystąpienie badanego zdarzenia, jakim jest publikacja rekomendacji giełdowej. Oznacza to, że oczekiwana stopa zwrotu jest uzyskiwana jako średnia ze stóp zwrotu na sesjach $t-20$ do $t-1$. Odniesienie do średniej historycznej w swoich badaniach ponadprzeciętnych stóp zwrotu stosował m.in. Panchenko²³, który ustalał oczekiwaną stopę zwrotu na podstawie 100 dni poprzedzających okno analityczne.

Uzyskując wielkość BHAR w oknie zdarzenia, dla każdej obserwacji znajdujacej się w próbie badawczej, ustalono jej wartość średnią dla wszystkich dni sesyjnych następujących po dniu opublikowania rekomendacji i wykonano sprawdzenie istotności statystycznej uzyskanych wyników, posługując się klasycznym testem t-studenta²⁴. Testowanie odbywało się rozłącznie na próbach rekomendacji pozytywnych, neutralnych i negatywnych, zgodnie z wcześniej przyjętym założeniem, iż rekomendacje przynależne do tych trzech podgrup nie zachowują się analogicznie.

Uzyskanie istotności statystycznej średnich BHAR w oknie zdarzenia pozwala orzec na temat prawdziwości głównej hipotezy badania, mówiącej o tym, iż reko-

23 V. Panchenko, *Impact of Analysts' Recommendations on Stock Performance*, „The European Journal of Finance” 2007, vol. 13, no. 2, s. 165–179.

24 Podążając za P. Mielcarzem, *Krótkookresowy...*, s. 47 (o teście t-studenta), [w:] G. Wieczorkowska, *Statystyka. Wprowadzenie do analizy danych sondażowych i eksperymentalnych*, Scholar, Warszawa 2003, s. 159–181.

mendacje maklerskie wywierają istotny wpływ na stopy zwrotu osiągane po dacie ich publikacji²⁵.

Autor ma świadomość, że w badanym oknie 10 sesji giełdowych, do spółek docierają kolejne informacje, które mogą mieć wpływ na badane zjawisko. Szczególnie należy tu wyróżnić 4 rodzaje zakłóceń:

- 1) popyt i podaż będący następstwem sygnałów płynących z analizy technicznej,
- 2) popyt i podaż będący następstwem stosowania metod analizy międzyrynkowej,
- 3) popyt i podaż będący następstwem stosowania innych metod inwestowania (teoria fraktali, teoria chaosu etc.),
- 4) informacje bieżące publikowane przez firmę w analizowanym 10-dniowym oknie czasowym.

Wpływ powyższych elementów to problem występujący praktycznie we wszystkich modelowych badaniach, z którymi autorowi udało się zapoznać w trakcie wykonywania prezentowanych badań. Ilość zmiennych, które potencjalnie należałoby uwzględnić w modelu całkowicie „czyszczącym” badane zjawisko z wpływu zmiennych zewnętrznych, byłaby niezmiernie duża i ze względu na ograniczone możliwości pozyskiwania danych oraz informacji prawdopodobnie również niemożliwa do przeanalizowania. W pracy problem ten został rozwiązany poprzez uwzględnianie relatywnie dużej ilości badanych raportów, które jak wiadomo nie pojawiają się cyklicznie. Oczywiście, często publikacja jest związana z pojawieniem się nowych danych dotyczących poszczególnych spółek, lecz zazwyczaj są to informacje pochodzące z kolejnych raportów okresowych. Natomiast informacje publikowane na bieżąco przez poszczególne spółki, najczęściej mają charakter jednostkowy z punktu widzenia ich rodzaju oraz wielkości ekonomicznej w przełożeniu na wartość spółki. Oznacza to, że tego typu informacje pojawiające się w obrębie badanego okna zdarzenia powinny być niwelowane jako pojedyncze informacje o charakterze niepowtarzalnym, których wpływ jest znoszony przy analizie dużej próby badawczej. Podobne podejście widzimy u autorów, którzy badają to samo zjawisko stosując właśnie duże próby rekomendacji, np. Booth, Chang, Zhou (2014) zbadali ich ponad 103 tysiące według podobnego schematu i podejścia.

Kolejnym etapem podjętych analiz była próba stworzenia modeli opisujących w parametryczny sposób prawdopodobieństwo wystąpienia reakcji rynkowej zbieżnej z komunikatem wydanym w rekomendacji w horyzoncie $t+10$, indywidualnie dla rekomendacji pozytywnych i negatywnych, podtrzymując założenie o odmienności i specyfice tych dwóch grup wycen. Jednakże przed przystąpieniem do analiz szczegółowych, dokonano weryfikacji przyjętego założenia poprzez estymację modelu prawdopodobieństwa wystąpienia zbieżnej reakcji rynkowej

25 Porównaj: P. Mielcarz, *Krótkookresowy...*

w założonym horyzoncie w uzależnieniu od dwóch zmiennych o charakterze jakościowym, wskazującym na wydźwięk rekomendacji: pozytywny bądź negatywny.

Podstawowym narzędziem wykorzystywanym w tej części badania jest analiza zmiennych jakościowych (zmiennych o charakterze binarnym) przy wykorzystaniu modeli logitowych, przy pomocy których szacowano prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia związanego z testowanymi hipotezami. Modele logitowe służą do określania szans zaobserwowania realizacji zdefiniowanego wcześniej wariantu, który został określony w postaci zmiennej zero-jedynkowej, gdzie 0 oznacza brak realizacji zdarzenia, zaś 1 – jego wystąpienie. Modele tego typu są bardzo użytecznym narzędziem wykorzystywanym jako wsparcie procesów decyzyjnych, w których występują dwie możliwości ostatecznego rozwiązania, na przykład w postępowaniu kredytowym można mówić o akceptacji wniosku (1) lub jego odrzuceniu (2), w uzależnieniu od przyjętych przez bank kryteriów, które stanowią zmienne objaśniające w modelu.

Oczywiste jest więc, że podstawą stworzenia adekwatnego modelu prawdopodobieństwa jest przede wszystkim odpowiednie określenie objaśnianej zmiennej zero-jedynkowej adekwatnej do założonych celów i hipotez. W przypadku podejmowanych rozważań zmienna ta została określona w następujący sposób:

$$y_i = \begin{cases} 1, & \text{jeżeli } (BHAR_{t+10} * PW_i) > 0 \\ 0, & \text{jeżeli } (BHAR_{t+10} * PW_i) < 0 \end{cases}$$

Oznacza to więc, że zjawiskiem pożądanym w przeprowadzonych badaniach jest reakcja rynku obrazowana przez BHAR zgodna z potencjałem wzrostu (PW) ustalonym na podstawie rekomendacji giełdowej. Należy jednak dodać, że badane zmienne w późniejszych etapach pracy będą analizowane w podgrupach wyselekcjonowanych na podstawie ujednoliconego wydźwięku rekomendacji przedstawionego wcześniej, z wyłączeniem grupy rekomendacji neutralnych.

Wykorzystywany w badaniu model logitowy bazuje na funkcji logistycznej, którą wyraża formuła²⁶:

$$y_i = \frac{\alpha}{1 + \beta e^{-\gamma i}} + \varepsilon_t \quad \text{dla } \alpha > 0, \beta > 1, \gamma > 0$$

Funkcję logistyczną zapisać można również w innej wersji, w której przyjmuje się wartość nasycenia równą 1, umożliwiającą modelowanie prawdopodobieństwa wystąpienia określonego zjawiska. Wtedy też funkcja może być określona jako²⁷:

26 G. Maddala, *Ekonometria*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 365–379.

27 *Ibidem*.

$$y_i = \frac{e^{Z_i}}{1 + e^{Z_i}}$$

Stąd model prawdopodobieństwa ma postać:

$$p_i = \frac{e^{Z_i}}{1 + e^{Z_i}}$$

gdzie Z_i jest funkcją opartą na zmiennych objaśniających i kształtujących badane prawdopodobieństwo.

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \dots + \beta_k * X_{ki} + \varepsilon_i$$

gdzie współczynniki β_i są wynikiem estymacji postaci modelu, parametry X_i są zmiennymi wykorzystanymi jako determinanty prawdopodobieństwa wystąpienia badanego zdarzenia, natomiast ε_i jest składnikiem losowym modelu.

Ostatecznie można więc zapisać, że badany model ma postać ogólną:

$$p_i = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \dots + \beta_k * X_{ki} + \varepsilon_i}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \dots + \beta_k * X_{ki} + \varepsilon_i}}$$

W toku dalszych analiz wykorzystywane będą różne estymacje w zależności od weryfikowanej hipotezy.

W odniesieniu do hipotezy badawczej H2, postać modelu jest prosta i estymowana według poniższej specyfikacji dla horyzontu $t+10$:

$$P(y)_i = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 * \text{pozytyw}_i + \beta_2 * \text{negatyw}_i + \varepsilon_i}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 * \text{pozytyw}_i + \beta_2 * \text{negatyw}_i + \varepsilon_i}}$$

gdzie:

pozytyw_i – jest zmienną binarną wyrażającą cechę poszczególnych rekomendacji odnoszącą się do ich wydźwięku. Przyjmuje ona wartości 1, gdy dana rekomendacja została określona jako pozytywna w myśl ujednoliconych typów rekomendacji oraz związanych z nimi komunikatów opisanych wcześniej oraz 0 dla pozostałych przypadków;

negatyw_i – jest zmienną binarną wyrażającą cechę poszczególnych rekomendacji odnoszącą się do ich wydźwięku. Przyjmuje ona wartości 1, gdy dana rekomendacja została określona jako negatywna w myśl ujednoliconych typów

rekomendacji oraz związanych z nimi komunikatów opisanych wcześniej oraz 0 dla pozostałych przypadków.

Model ten został wykorzystany do oceny prawdopodobieństwa występowania reakcji zbieżnej z wydźwiękiem rekomendacji w badanym horyzoncie. Jego estymacja dokonywana była na pełnej zgromadzonej próbie, łącznie z rekomendacjami o charakterze neutralnym.

Dalsze analizy prowadzone były na wyselekcjonowanych grupach rekomendacji pozytywnych oraz negatywnych, z pominięciem neutralnych. Także w tym przypadku objaśnianą zmienną modelu będzie prawdopodobieństwo wystąpienia reakcji zbieżnych do komunikatów płynących z rekomendacji, jednakże w uzależnieniu od ich technicznych właściwości opisanych wcześniej i związanych z hipotezami H3, H4, H5 i H6²⁸.

$$P(y)_i = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 * PW_i + \beta_2 * TR_i + \beta_3 * DM1_i + \dots + \beta_{53} * DM50_i + \beta_{54} * BR1_i + \dots + \beta_{82} * BR28_i + \varepsilon_i}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 * PW_i + \beta_2 * TR_i + \beta_3 * DM1_i + \dots + \beta_{53} * DM50_i + \beta_{54} * BR1_i + \dots + \beta_{82} * BR28_i + \varepsilon_i}}$$

Zaproponowana formuła, podobnie jak wcześniejsza estymacja, będzie określona w horyzoncie $t+10$, indywidualnie w grupie pozytywnej i negatywnej, w celu uzyskania pełniejszego obrazu badanego zjawiska oraz w celu ujęcia opisanej wcześniej inercji pomiędzy publikacją rekomendacji a reakcją inwestorów.

Wnioski z opracowanych modeli będą wyciągane na podstawie ich właściwości i miary dopasowania. Przede wszystkim istotnym elementem jest uzyskanie statystycznej istotności wpływu badanych zmiennych na opisywane zjawisko. Szczególnie w odniesieniu do zmiennych odnoszących się do poszczególnych sektorów oraz do domów maklerskich, uzyskanie istotności statystycznej jedynie wybranych zmiennych spośród tych dwóch badanych grup będzie stanowiło silną przesłankę o rozbieżnościach w reagowaniu inwestorów na komunikaty dotyczące różnych branż lub pochodzących z różnych instytucji tworzących rekomendacje. Ponadto siłę oddziaływania poszczególnych, istotnych statystycznie zmiennych, na wartość prawdopodobieństwa przyjęcia przez zmienną objaśnianą wartości 1, ustalono na podstawie efektu krańcowego, obliczonego dla każdej zmiennej, określonej w ostatecznej postaci modelu ustalonego na potrzeby danego elementu badania. Efekt krańcowy dla modelu logitowego ustala się w następujący sposób²⁹:

$$\text{efekt krańcowy} = \beta_i * P_i * (1 - P_i)$$

28 Zmienne wykorzystane w proponowanym modelu zostały scharakteryzowane na s. 122–125.

29 G. Maddala, *op. cit.*, s. 376.

Efekt krańcowy jest pochodną prawdopodobieństwa względem wybranej zmiennej objaśniającej i jest uzależniony od pozostałych zmiennych objaśniających w modelu. Oznacza to więc, że efekt ten jest nieliniowy. Możemy więc stwierdzić, że wpływ na prawdopodobieństwo tej samej zmiany jednostkowej zmiennej objaśniającej skutkuje innym poziomem zmian prawdopodobieństwa w uzależnieniu od wartości pozostałych zmiennych objaśniających. Dlatego też wartość efektu krańcowego jest zasadna tylko przy określonej specyfikacji modelu i nie może być ona bezpośrednio przełożona do innej formuły o innej strukturze i zmiennych. W praktyce pakiety ekonometryczne, między innymi *GRET*³⁰, obliczają efekty krańcowe dla średnich arytmetycznych wartości zmiennych objaśniających w próbie. Przykładowo więc, po ustaleniu ostatecznej specyfikacji modelu, w przypadku gdy efekt krańcowy dla danej zmiennej wynosi 0,06, to przy założeniu występowania średnich wartości wszystkich zmiennych uwzględnionych w modelu, zmiana danej zmiennej o jednostkę powoduje wzrost prawdopodobieństwa osiągnięcia wartości 1 przez zmienną objaśnianą o 6%.

Stworzone modele zostaną również ocenione pod kątem ich miary dopasowania. W tym celu wykorzystano współczynnik R^2 McFaddena oraz zliczeniowy R^2 .

$$R^2_{McFaddena} = 1 - \frac{\log(L_{UR})}{\log(L_R)}$$

gdzie:

L_{UR} – oznacza maksimum funkcji wiarygodności, jeżeli maksymalizujemy ją względem wszystkich parametrów,

L_R – oznacza maksimum przy maksymalizacji z warunkiem $\beta_i = 0$, dla $i = 1, 2, \dots, k$.

Możemy więc powiedzieć, że miara McFaddena opisuje stosunek ustalonego ostatecznie modelu względem regresji zawierającej jedynie wyraz wolny. Możemy dzięki niej ocenić wielkość łącznego wpływu określonych zmiennych na badane zjawisko.

Drugą miarą jest tzw. zliczeniowy R^2 , oparty na proporcji trafnych prognoz. Ponieważ objaśniana zmienna przyjmuje wartość 1 w przypadku, gdy obliczone prawdopodobieństwo z modelu dla i -tej obserwacji jest wyższe niż 0,5 oraz 0 dla sytuacji przeciwnej. Wtedy też możemy zapisać, że³⁰:

$$\text{zliczeniowy } R^2 = \frac{\text{liczba trafnych prognoz}}{\text{łączna liczba obserwacji}}$$

30 *Ibidem*, s. 377.

Badania oparte na modelach szacowania prawdopodobieństwa, jak wskazano w rozdziale trzecim, stanowią specyficzną i odrębną grupę badań dotyczących rekomendacji giełdowych. Pojawiają się one najczęściej, gdy w badaniu uwzględniono wiele zmiennych o charakterze binarnym lub też, gdy postawiony problem badawczy ma charakter decyzji z dwoma wariantami rozwiązania. Warto tu wspomnieć badania Ertimura, Mayewa i Stubben³¹ lub Billingsa, Busleppa, Hustona³². W niniejszej pracy odniesienie się do modeli decyzyjnych stanowi istotne uzupełnienie do badań dotyczących nadwyżek BHAR osiąganych po dacie publikacji rekomendacji i w założonym horyzoncie do dwóch tygodni od dnia zdarzenia. Powodem takiego podejścia jest przeświadczenie autora, iż wskazanie na istotność średnich BHAR nie pokazało w pełni częstotliwości i powtarzalności uzyskiwania reakcji rynkowych na badane zjawisko. Wykorzystanie modeli logitowych pozwoliło dokonać dodatkowej weryfikacji wskazującej na stosunek poprawnych predykcji co do występowania BHAR pozytywnie skorelowanych z sygnałami płynącymi z rekomendacji oraz pozwoliło ustalić istotność wskazanych wcześniej czynników w osiąganiu pozytywnej zbieżności pomiędzy sygnałem i reakcją rynku.

3.3. Struktura badanych rekomendacji giełdowych

Analizy dotyczące struktury rekomendacji giełdowych publikowanych na poszczególnych rynkach kapitałowych w historycznych badaniach zazwyczaj są elementem pobocznym, towarzyszącym innym rozważaniom dotyczącym tychże opracowań maklerskich. Głównym elementem zainteresowania badaczy jest oczywiście skuteczność strategii inwestycyjnych opartych na komunikatach płynących z rekomendacji, badanie wpływu na bieżące notowania i niekiedy długookresowe trendy, które można przypisać ukazaniu się rekomendacji oraz heurystyki towarzyszącej tworzeniu i odbieraniu tych raportów. Jednakże podejmowane analizy struktury ukazujących się wycen zazwyczaj wskazują bardzo zbliżone wnioski w tym zakresie, niezależnie od czasu i miejsca wykonywanego badania. Pewna tendencja w wydawaniu rekomendacji pozytywnych znacznie częściej niż pozostałych stanowi punkt porozumienia pomiędzy badaczami, którzy – jak wskazano w rozdziale trzecim – często różnią się w poglądach na temat innych aspektów funkcjonowania rekomendacji. Warto tu przytoczyć kilka analiz jednoznacznie wskazujących na duże dysproporcje pomiędzy rekomendacjami o różnych wydźwiękach, jak

31 Y. Ertimur, W. Mayew, S. Stubben, *Analyst reputation and the issuance of disaggregated earnings forecasts to I/B/E/S*, „Review of Accounting Studies” 2011, vol. 16, no. 1, s. 29–58.

32 B. Billings, W. Buslepp, G. Huston, *Worth the Hype? The Relevance of Paid-For Analyst Research for the Buy-and-Hold Investor*, „The Accounting Review” 2014, vol. 89, no. 3, s. 903–931.

Hutha i Maris³³, u których rekomendacje pozytywne stanowią blisko 7,5-krotność względem negatywnych. Jednak w przypadku tego badania można wysnuć zarzut, iż było ono przeprowadzone na stosunkowo małej próbie badawczej, obejmującej niecałe 200 rekordów, stąd przekładanie wniosków na temat struktury publikacji na ogół rynku mogło być obarczone dużym ryzykiem błędu. Jednak badania innych autorów, którzy przeanalizowali większe próby, również wskazują na podobną dysproporcję. Na przykład Stickel³⁴, badając ponad 21 000 wycen, ustalił, że 55% z nich opatrzonych jest zaleceniem kupna, a jedynie 12% sprzedaży, różnica więc jest ponad 4,5-krotna. Womack³⁵ w rekomendacjach z okresu 1989–1991 również zauważył znaczącą przewagę wycen o wydźwięku pozytywnym, których było siedmiokrotnie więcej niż negatywnych na próbie prawie 1 600 rekomendacji dla 882 firm. W kwestii tej stanowczo wyróżniające się wnioski wyciągnął Juergens³⁶, który w amerykańskich rekomendacjach z okresu 1993–1996 odnotował jedynie 3,1% wycen zlecających sprzedaż akcji. Oczywiście należy uwzględnić fakt, iż był to czas długoterminowej hossy na rynku amerykańskim, jednakże tak duża dysproporcja pomiędzy raportami o różnym wydźwięku jest ewenementem pośród badań nad rekomendacjami.

Analizy rynku polskiego wykonane przez Prusaka³⁷ obejmowały raporty analityczne z lat 2009–2012. Wśród nich 39,36% stanowiły rekomendacje kupna i 20,64% „akumuluj”, co daje 60% badanej populacji skumulowanej w rekomendacjach pozytywnych. Jednocześnie zaleceń redukcji akcji zaobserwowano 12,34%, zaś 3,83% stanowiły rekomendacje sprzedaży. Daje to wynik 16,17% wyceny o dźwięku negatywnym. W tym przypadku więc wyceny pozytywne stanowiły około 3,7-krotność względem negatywnych. Wynik ten jest o tyle ciekawy, iż badane lata były okresem niejednoznacznym z punktu widzenia bieżącej koniunktury giełdowej. W tych latach jesteśmy w stanie wskazać praktycznie taki sam okres wzrostowy, jak i spadkowy.

Trzeba więc zauważyć, że w kontekście relacji rekomendacji pozytywnych do negatywnych oraz potencjalnych sygnałów technicznych dla szerokiego indeksu WIG, optymistyczne rekomendacje domów maklerskich musiałyby być wystawiane na podstawie przesłanek innych niż tych, wynikających z aktualnego trendu technicznego.

W odniesieniu do konstruowania rozbudowanej i szerokiej bazy badawczej, w kontraście stoją badania wykonane przez Mielcarza w 2016 r.³⁸, w których

33 W. Huth, B. Maris, *Large and Small Firm Stock Price Response to „Heard on the Street” Recommendations*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 1992, vol. 7, no. 1, s. 27–44.

34 S. Stickel, *op. cit.*

35 K. Womack, *op. cit.*

36 J. Juergens, *How Do Stock Markets Process Analysts’ Recommendations? An Intra-daily Analysis*, „The Pennsylvania State University Working Papers” 1999, August, s. 1–45.

37 B. Prusak, *Wielokryterialna analiza rekomendacji giełdowych*, CeDeWu, Warszawa 2015, s. 93.

38 P. Mielcarz, *Krótkookresowy...*, s. 43–44.

analizuje on 80 rekomendacji pozytywnych, 81 neutralnych i 82 negatywnych. Równoliczność badanych zbiorowości jest jednak wymuszona poprzez charakter i cel przeprowadzonych badań. Nie jest to grupa bezpośrednio zaczerpnięta z rynku, lecz wyselekcjonowana według opisanych przez badacza kryteriów.

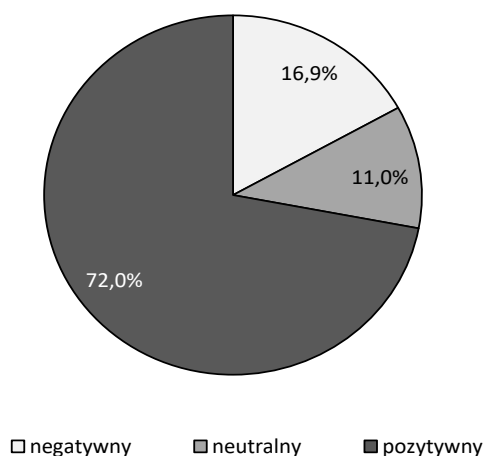
Przeprowadzone badanie jest oparte na 11 824 raportach, których struktura jest zwierciadłem ilości publikowanych na rynku rekomendacji danego typu. W tabeli 3.2 zaprezentowano ich rozkład w pięciu ujednoliconych grupach, zgodnie z procedurą opisaną wcześniej.

Tabela 3.2. Ilość badanych rekomendacji według typu

Typ rekomendacji	Akumuluj	Kupuj	Neutralnie	Redukuj	Sprzedaj	Suma
Negatywny				714	1288	2002
Neutralny			1305			1305
Pozytywny	4393	4124				8517
Suma	4393	4124	1305	714	1288	11824

Źródło: opracowanie własne.

Trzeba przypomnieć, że badanie jest wykonywane na relatywnie dużej i ogólnej próbie. Obejmuje prawie 11 lat notowań giełdowych, w trakcie których obserwowano zarówno okresy hossy, jak i bessy, w tym najsilniejsze spadki lat 2007–2008. Mimo to liczba raportów w grupie „akumuluj” oraz „kupuj” znacząco przeważa nad pozostałymi typami wydawanych rekomendacji.

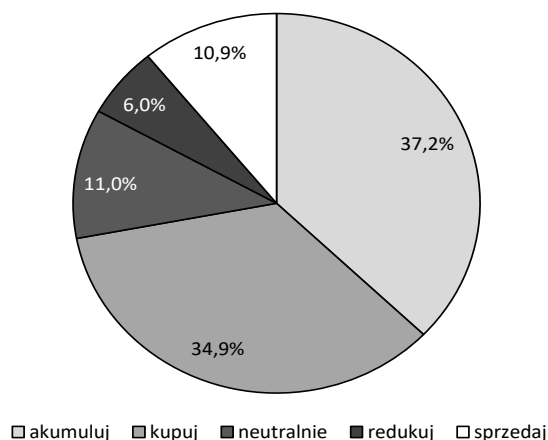


Wykres 3.1. Struktura rekomendacji według komunikatu

Źródło: opracowanie własne.

Jak zobrazowano na wykresie 3.1, dysproporcja ta jest znacząca w badanej zbiorowości, gdyż wycen pozytywnych jest ponad czterokrotnie więcej niż negatywnych. Raporty pozytywne stanowią 72% badanej populacji, przy jedynie niecałych 17% negatywnych. 11% to wyceny neutralne, niesugerujące wykonania znaczących transakcji inwestycyjnych.

Na wykresie 3.2 zaprezentowano bardziej szczegółową strukturę badanej zbiorowości w całościowym przekroju. Zgodnie z zaprezentowanym diagramem można zauważyć, iż rekomendacje kupna oraz akumulacji akcji wycenianej spółki są praktycznie równoliczne. Jednocześnie wyceny jednoznacznie wskazujące na sprzedaż wycenianych walorów to niecałe 11% badanej grupy.



Wykres 3.2. Struktura rekomendacji według ujednoliconego typu

Źródło: opracowanie własne.

Jednakże analiza badanej zbiorowości w ujęciu ogólnym, bez podziału według kryteriów szczegółowych, może dawać zniekształcony obraz badanego zjawiska, dlatego w dalszej części analiz wprowadzono dodatkowe parametry różnicujące badaną grupę. Pierwszym z nich jest instytucja, która opublikowała rekomendację. W tabeli 3.3 zaprezentowano wykaz domów maklerskich uwzględnionych w badaniu, z wykluczeniem tych, których liczba publikacji nie przekroczyła 100 w całym okresie badania, ze względu na zbyt duże rozdrobnienie obserwacji i ich mały udział w ogólnej strukturze badanej grupy. W związku ze zbyt małą ilością publikowanych rekomendacji, modelowanie zjawiska ich wpływu na zmiany cen byłoby trudne do przełożenia na ogólne wnioski, w przypadku tych domów maklerskich. To natomiast utrudniałoby wyciągnięcie wniosków w zakresie szóstej hipotezy pomocniczej. Z tego powodu dokonano wykluczenia analizy domów maklerskich, dla których liczba zgromadzonych raportów nie przekracza 100 (0,85% badanej zbiorowości).

Tabela 3.3. Struktura rekomendacji względem najczęściej publikujących domów maklerskich

Dom Maklerski	Negatywny	Neutralny	Pozytywny	Suma	Negatywny (%)	Neutralny (%)	Pozytywny (%)
mBank	223	0	1364	1587	14,1	0,0	85,9
Millennium	111	283	509	903	12,3	31,3	56,4
PKO BP	193	153	542	888	21,7	17,2	61,0
IDM	151	0	710	861	17,5	0,0	82,5
BZ WBK	168	48	635	851	19,7	5,6	74,6
KBCS	124	5	563	692	17,9	0,7	81,4
UniCredit	54	22	542	618	8,7	3,6	87,7
Erste Bank	108	8	435	551	19,6	1,5	78,9
BDM	71	1	287	359	19,8	0,3	79,9
ING Securities	46	26	247	319	14,4	8,2	77,4
BOŚ	71	0	241	312	22,8	0,0	77,2
Wood & Company	65	5	236	306	21,2	1,6	77,1
Ipopema Securities	62	1	226	289	21,5	0,3	78,2
Raiffeisen	40	20	225	285	14,0	7,0	78,9
Deutsche Bank	47	24	194	265	17,7	9,1	73,2
Espirito Santo	51	55	141	247	20,6	22,3	57,1
Trigon	36	4	166	206	17,5	1,9	80,6
Citi	33	52	120	205	16,1	25,4	58,5
PEKAO	42	0	127	169	24,9	0,0	75,1
UBS	25	95	49	169	14,8	56,2	29,0
AmerBrokers	8	30	120	158	5,1	19,0	75,9
Credit Suisse	36	72	41	149	24,2	48,3	27,5
BPS	19	0	129	148	12,8	0,0	87,2
J. P. Morgan	26	72	50	148	17,6	48,6	33,8
BGŻ	5	29	100	134	3,7	21,6	74,6
Goldman Sachs	24	91	14	129	18,6	70,5	10,9
Haitong	24	49	51	124	19,4	39,5	41,1
Societe Generale	26	1	77	104	25,0	1,0	74,0
HSBC	23	52	26	101	22,8	51,5	25,7

Źródło: opracowanie własne.

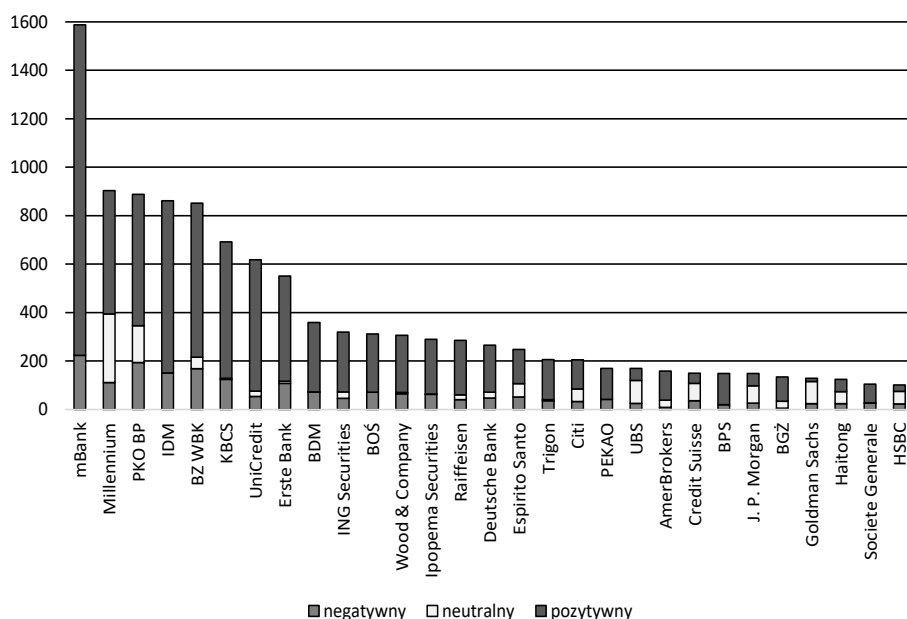
Zgodnie z przedstawionymi danymi łatwo zauważyć, iż najaktywniejszym podmiotem na rynku rekomendacji giełdowych w Polsce jest dom maklerski mBanku (wcześniej DI BRE), którego liczba publikacji znacząco przewyższa ilość rekomendacji wydawanych przez inne podmioty. Oczywiście nie jest to kryterium całkowicie obiektywne. Daje ono jednak pewien pogląd na temat miejsca danego podmiotu na rynku wycen spółek giełdowych. Bardziej istotnym elementem jest struktura rekomendacji wewnątrz poszczególnych instytucji, która może świadczyć o pewnej wewnętrznej polityce poszczególnych domów maklerskich. Na tym polu również DM mBanku wyróżnia się, gdyż żadna z uwzględnionych w badaniu rekomendacji nie została przypisana do grupy wycen o wydźwięku neutralnym, to znaczy, że instytucja ta unika niejednoznacznych osądów. Podobną politykę prezentują domy maklerskie IDM, BOŚ, PEKAO czy BPS, które również nie wystawiły żadnej neutralnej rekomendacji w badanym przedziale czasu. Rozpatrując jednak dwie pozostałe grupy o wyższym poziomie decyzyjności, należy zauważyć, iż wszystkie wskazane podmioty znacznie częściej wystawiają rekomendacje pozytywne. W przypadku czterech wymienionych domów maklerskich jest to co najmniej 75% wszystkich wykonanych wycen, czyli na każdą negatywną wycenę przypadają minimum trzy pozytywne.

Na podstawie przedstawionej tabeli można zauważyć, iż podmioty, które unikają wystawiania rekomendacji neutralnych, charakteryzują się wyższym wskaźnikiem wycen pozytywnych, to znaczy, że w przypadku unikania neutralności w osądach istnieje pewna tendencja do składania ich w wyższym stopniu w stronę pozytywną. Warto również zaznaczyć, że 20 spośród 29 zaprezentowanych podmiotów wystawia więcej niż 60% ocen pozytywnych dla badanych spółek. Najwyższe wyniki w tym zakresie obserwujemy w przypadku domów Uni Credit (87,7%), BPS (87,2%) i mBank (85,9%). Domy maklerskie, które wystawiły przynajmniej 80% wycen pozytywnych, jednocześnie wystawiają średnio 1% wycen neutralnych. To świadczy o dużym poziomie jednoznaczności i optymizmu w przewidywaniach rynkowych w tych instytucjach.

Istnieją jednak instytucje prezentujące wręcz odwrotną postawę w zakresie wydawania ocen na temat przyszłości giełdowych spółek. Są to podmioty, które większość swoich predykcji ostatecznie umieszczają w grupie rekomendacji neutralnych. Należy tu szczególnie zwrócić uwagę na strukturę rekomendacji publikowanych przez Goldman Sachs, w której przeszło 70% rekordów stanowią wyceny neutralne, ale również UBS czy HSBC, które wystawiły ponad 50% takich wycen. Podobnie jak w przypadku podmiotów, które unikały rekomendacji neutralnych, również w tej grupie rekomendacje pozytywne przewyższają pod względem ilości te o wydźwięku negatywnym. Wyjątkiem jest Goldman Sachs, który jako jedyna instytucja w badaniu odnotował większą liczbę rekordów o wydźwięku negatywnym niż pozytywnym. Jest to jednak ewenement, nieobserwowany w żadnym innym domu maklerskim uwzględnionym w badaniu.

Najwięcej negatywnych wycen zaprezentował DM Societe Generale, który opublikował ich 25% w zbadanej zbiorowości. Bardzo podobną strukturę (24,9%) obserwujemy w przypadku DM PEKAO, jednakże w tych instytucjach nadal rekomendacje pozytywne 3-krotnie przewyższają pod względem ilości zalecenia negatywne. Ostatecznie trzeba więc zauważyć, iż rekomendacje negatywne nie mają dużego udziału w łącznej zbiorowości, praktycznie we wszystkich badanych instytucjach uwzględnionych w analizie. Nawet w domach maklerskich o największej ilości raportów negatywnych, ich średnia relacja względem pozytywnych wynosi około 1 do 3.

Osobnym zagadnieniem jest kwestia polityki względem wystawiania wycen neutralnych, lecz porównując do siebie jedynie dwie skrajne grupy rekomendacji, w 28 na 29 instytucji udział wycen pozytywnych znacznie przewyższa ilość negatywnych. W skrajnym przypadku firmy AmerBrokers na każdą rekomendację negatywną przypada 15 pozytywnych. Strukturę rekomendacji wystawianych przez poszczególne domy maklerskie prezentuje wykres 3.3.



Wykres 3.3. Liczba rekomendacji publikowanych przez poszczególne domy maklerskie z podziałem na ich rodzaj

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym kryterium, względem którego podzielono badane raporty, jest czas ich wydania w interwale rocznym. Podział ten pozwoli ocenić, czy wysoki udział raportów pozytywnych jest domeną okresów zwyżkowych, zniżkowych, czy też uzależnienie od tych tendencji nie jest zasadne. W tabeli 3.4 zaprezentowano badaną zbiorowość w podziale na lata uwzględnione w analizie wraz z uwzględnieniem podstawowej struktury raportów w każdym z nich.

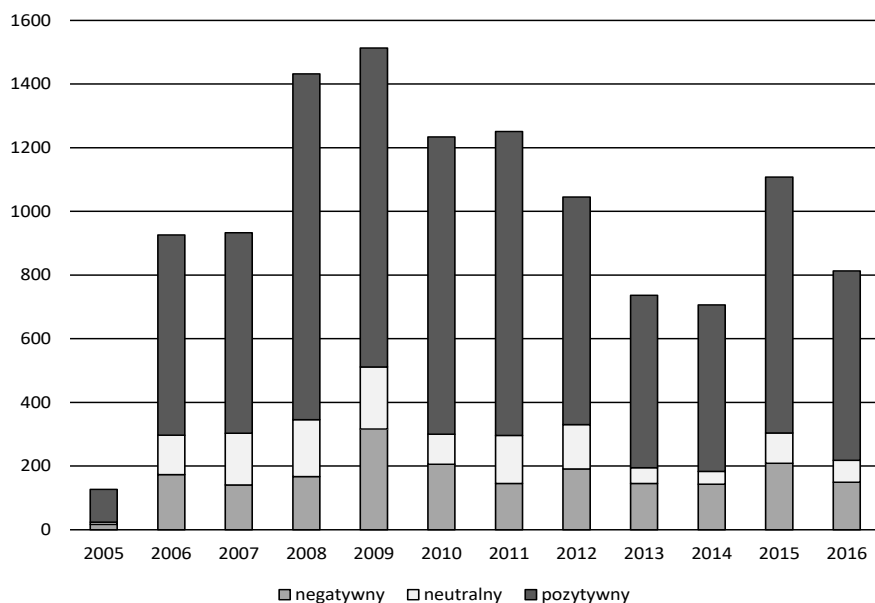
Tabela 3.4. Struktura rekomendacji w poszczególnych latach

Rok	Negatywny	Neutralny	Pozytywny	Razem	Negatywny (%)	Neutralny (%)	Pozytywny (%)
2005	17	7	103	127	13,4	5,5	81,1
2006	173	124	629	926	18,7	13,4	67,9
2007	141	162	630	933	15,1	17,4	67,5
2008	167	179	1086	1432	11,7	12,5	75,8
2009	316	195	1002	1513	20,9	12,9	66,2
2010	206	94	934	1234	16,7	7,6	75,7
2011	145	151	955	1251	11,6	12,1	76,3
2012	191	139	715	1045	18,3	13,3	68,4
2013	145	50	541	736	19,7	6,8	73,5
2014	143	40	523	706	20,3	5,7	74,1
2015	209	95	804	1108	18,9	8,6	72,6
2016	149	69	595	813	18,3	8,5	73,2

Źródło: opracowanie własne.

Analizując dane z tabeli 3.4, widzimy, że najwięcej raportów pozytywnych wystawiono w roku 2005. Jednakże ze względu na okres analiz, obejmujący jedynie dwa ostatnie miesiące tego roku nie jest on dobrym wyznacznikiem struktury, która występowała ogółem w 2005 r. Następnym najwyższym wynikiem charakteryzują się lata 2011 i 2008, co biorąc pod uwagę panującą wtedy koniunkturę rynkową, wskazuje na fakt, że analitycy najchętniej wystawiają rekomendacje kupna w okresach spadkowych, co ma swoje uzasadnienie, biorąc pod uwagę zalecenia kupna przy zniżkujących cenach w oczekiwaniu na późniejsze wzrosty. W tym kontekście faktycznie podejście to ma bardzo pragmatyczne odzwierciedlenie w późniejszej zmienności rynku. Mowa tu o bardzo udanym roku 2009 oraz również jednoznacznie wzrostowym roku 2012. Najmniej rekomendacji pozytywnych odnotowano natomiast w latach 2007 i 2009, czyli w okresach silnie wzrostowych. Należy jednak zauważyć, iż struktura rekomendacji w roku 2007 wskazuje na pewne wygaszenie pozytywnych emocji, odzwierciedlone aż 17-procentowym udziałem rekomendacji neutralnych, co jest najwyższym wynikiem w analizowanej próbie. To, co jednak jest szczególnie godne podkreślenia, to fakt, że mimo bardzo

skrajnych trendów, które mogliśmy obserwować w badanym czasie, w żadnym roku ilość pozytywnych rekomendacji nie spadła poniżej 66%, którą to wartość odnotowano w roku 2009, przy jednoczesnym udziale rekomendacji negatywnych w wysokości 20,9%. Oznacza to więc, że nawet w najbardziej pesymistycznym, z punktu widzenia obserwowanych danych roku, ilość ocen pozytywnych była trzykrotnie wyższa niż negatywnych. Procentowo wyrażona ilość rekomendacji pozytywnych jest jednocześnie wysoko i pozytywnie skorelowana ze współczynnikiem relacji ilości wycen pozytywnych do negatywnych (korelacja 70,6%).



Wykres 3.4. Ilość rekomendacji publikowanych w poszczególnych latach według ich typu

Źródło: opracowanie własne.

Jak zaprezentowano na wykresie 3.4, najbardziej aktywnymi okresami z punktu widzenia publikacji nowych rekomendacji były lata 2008 i 2009, co było spowodowane dynamicznymi zmianami cen. Nie sposób jednak nie odnieść wrażenia, że domy maklerskie zdają się w sytuacjach negatywnych wystawiać rekomendacje kupna w nadziei dokonania transakcji po relatywnie niskich cenach, z wiarą na odwrócenie trendu i uzyskanie wysokich i pozytywnych stóp zwrotu, a także odwracać to myślenie w sytuacji wystąpienia zwykłych trendów, w których rekomendacje kupna motywowane są nadzieją na podtrzymanie wzrostów. Sytuacja ta jest dobrze widoczna w odniesieniu do wykresów 3.6 i 3.7. Łatwo na nich zauważyć, że dynamiczna tendencja wzrostowa, jak i spadkowa są przyczyną do publikowania dużej ilości rekomendacji kupna.



Wykres 3.5. Notowania indeksu WIG od 1.01.2005 do 31.12.2016 (w pkt)

Źródło: Bankier.pl

Ostatnim kryterium uwzględnionym w analizie strukturalnej było rozróżnienie badanych rekomendacji względem sektora, którego dotyczą. Wyłączając branże reprezentowane przez pojedyncze obserwacje, przeanalizowano 24 segmenty rynku zgodnie z tabelą 3.5.

Zgodnie z przedstawionymi danymi należy zauważyć, iż w każdym z ujętych w badaniu sektorów przynajmniej 60% z wystawionych przez domy maklerskie ocen ma wydźwięk pozytywny. Najniższą wartość odnotowujemy dla przemysłu paliwowego, w którym 60,8% stanowią opracowania wzrostowe, natomiast najwyższe wartości obserwujemy w przypadku przemysłu lekkiego, w innych usługach oraz przemyśle tworzyw sztucznych. Jednakże te branże są reprezentowane przez stosunkowo małą liczbę obserwacji. Pierwszy, bardzo licznie reprezentowany sektor w przedstawionym zestawieniu stanowi informatyka, dla której odnotowano ponad 700 obserwacji i w której aż 85% z nich sugeruje wzrosty cen akcji. Jest to równocześnie branża o jednym z najniższych współczynników rekomendacji neutralnych.

Prezentowane zestawienie wskazuje również branże, dla których analitycy najczęściej wykonują prognozy i wyceny. W tym zakresie niewątpliwym liderem jest sektor bankowy, dla którego odnotowano ponad 2200 obserwacji, co stanowi około 18% badanej zbiorowości.

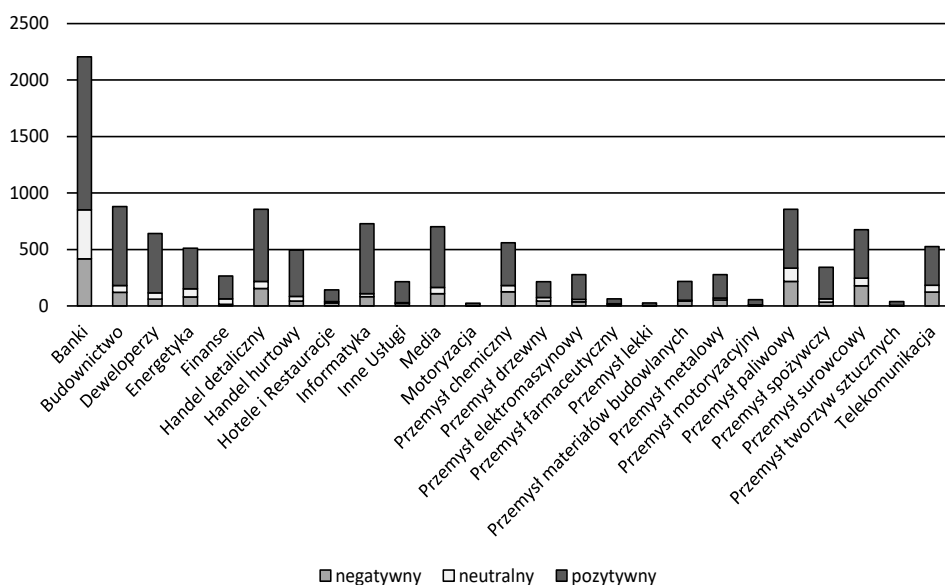
Tabela 3.5. Struktura rekomendacji według sektorów

Sektor	Negatywny	Neutralny	Pozytywny	Negatywny (%)	Neutralny (%)	Pozytywny (%)
Banki	417	433	1355	18,9	19,6	61,5
Budownictwo	120	62	698	13,6	7,0	79,3
Deweloperzy	61	54	526	9,5	8,4	82,1
Energetyka	80	73	359	15,6	14,3	70,1
Finanse	15	48	202	5,7	18,1	76,2
Handel detaliczny	154	64	637	18,0	7,5	74,5
Handel hurtowy	43	41	410	8,7	8,3	83,0
Hotele i Restauracje	26	14	103	18,2	9,8	72,0
Informatyka	83	26	618	11,4	3,6	85,0
Inne usługi	21	8	185	9,8	3,7	86,4
Media	108	55	538	15,4	7,8	76,7
Przemysł chemiczny	126	55	379	22,5	9,8	67,7
Przemysł drzewny	43	33	138	20,1	15,4	64,5
Przemysł elektromaszynowy	36	21	221	12,9	7,6	79,5
Przemysł farmaceutyczny	14	6	43	22,2	9,5	68,3
Przemysł lekki	2	0	25	7,4	0,0	92,6
Przemysł materiałów budowlanych	43	9	164	19,9	4,2	75,9
Przemysł metalowy	53	18	207	19,1	6,5	74,5
Przemysł motoryzacyjny	4	5	47	7,1	8,9	83,9
Przemysł paliwowy	216	119	520	25,3	13,9	60,8
Przemysł spożywczy	34	28	281	9,9	8,2	81,9
Przemysł surowcowy	178	67	429	26,4	9,9	63,6
Przemysł tworzyw sztucznych	1	3	34	2,6	7,9	89,5
Telekomunikacja	123	60	342	23,4	11,4	65,1

Źródło: opracowanie własne.

W drugiej kolejności najchętniej oceniane jest budownictwo (880 rekomendacji), a także przemysł paliwowy i handel detaliczny (w obu przypadkach 855 obserwacji). Najrzadziej analitycy sięgają do półek przemysłu lekkiego i tworzyw sztucznych, przemysłu farmaceutycznego, a także segmentu hoteli i restauracji. Jest to oczywiście związane z ilością podmiotów funkcjonujących w danym segmencie i notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, ale również z ich wielkością i popularnością wśród inwestorów. Nie należy bowiem zapominać, że rekomendacja maklerska jest produktem wspierającym procesy decyzyjne, który ma na celu

ułatwić inwestorowi dokonanie transakcji, której pośrednio beneficjentem, z tytułu obsługi, jest sam dom maklerski. Oznaczać to więc będzie, że analitycy, z punktu widzenia reprezentowanej instytucji, powinni w pierwszej kolejności wyceniać spółki, którymi najczęściej handlują ich klienci. Niestety jednak efektem ubocznym takiej postawy jest to, że spółki najlepiej rozpoznawalne i będące w centrum zainteresowania inwestorów stanowią grupę nadreprezentowaną w całej zbiorowości rekomendacji giełdowych, zaś spółki mało popularne są wyceniane bardzo rzadko. Jako przykład możemy tutaj podać KGHM (notowany od 1997 r.), który w badanym okresie był wyceniany 320 razy, czyli około 2,5 razy w miesiącu/raz na półtora tygodnia. Natomiast Paged (notowany od 1996) wyceniany był 25 razy, czyli średnio raz na około 5 miesięcy.



Wykres 3.6. Ilość rekomendacji publikowanych w poszczególnych branżach

Źródło: opracowanie własne.

Niezależnie od przyjętego kryterium podziału badanej próby, ilość rekomendacji o charakterze pozytywnym znajduje się w znaczącej przewadze względem wycen negatywnych. Średnio stosunek ten wynosi około 4,3 do 1. W zależności od przyjętego podziału jest on zmienny, ale w znaczącej większości nie spada poniżej 3.

Odnosząc się do pierwszej hipotezy pomocniczej, należy jednoznacznie stwierdzić, iż jest ona prawdziwa. W istocie bowiem raporty o wydźwięku pozytywnym stanowią większość wśród tego typu opracowań. Ponadto wniosek ten jest spójny i twierdzący we wszystkich wyselekcjonowanych grupach podziału badanej próby. Biorąc pod uwagę, iż wnioski te są prawdziwe, niezależnie od

obowiązującej i przewidywanej koniunktury rynkowej, przyczyn takich zachowań analityków można upatrywać głównie na dwóch polach: ekonomiczno-prawnym i heurystycznym.

Aspekt ekonomiczno-prawny związany jest ze sposobem uzyskiwania dochodu przez domy maklerskie w związku z publikowanymi rekomendacjami, w kontekście regulacji dotyczących obrotu papierami wartościowymi na Warszawskiej Giełdzie. Jest to wynikiem faktu, iż domy maklerskie istotną część dochodu uzyskują poprzez pobieranie od swoich klientów prowizji za obsłużone transakcje giełdowe niezależnie, czy dotyczą one kupna czy sprzedaży. Zaznaczmy w tym miejscu, że klient dysponujący gotówką, który chciałby dokonać transakcji giełdowej, ze względu na obowiązujące regulacje w zakresie obrotu akcjami, może jej dokonać jedynie poprzez kupno papierów wartościowych (akcji). Jest to spowodowane znacznym ograniczeniem krótkiej sprzedaży w odniesieniu do akcji i w okresie objętym badaniem. To natomiast implikuje, że klient otrzymujący rekomendację negatywną, w większości przypadków nie jest w stanie dokonać dyspozycji zlecenia, co w oczywisty sposób przekłada się na brak możliwości uzyskania prowizji przez dom maklerski. Ta konstrukcja może być przesłanką występowania pewnego konfliktu interesu pomiędzy domem maklerskim a klientem. Istnieje bowiem uzasadnione ryzyko występowania zwiększonych tendencji do postrzegania spółek przez analityków w sposób bardziej optymistyczny, niż wskazywałyby na to wszystkie możliwe do uwzględnienia w procesie wyceny dane.

Drugą płaszczyzną, która może doprowadzać do występowania tak dużych dysproporcji pomiędzy ocenami pozytywnymi i negatywnymi, są zjawiska heurystyczne towarzyszące procesowi wyceny. Zostały one już niejednokrotnie udokumentowane w badaniach związanych z tworzeniem rekomendacji oraz profilami psychologicznymi analityków giełdowych. Szczególnie często wskazuje się na występowanie zjawiska nadmiernego optymizmu wśród analityków. Badania w tym zakresie zaprezentowali między innymi Clarke, Ferris, Jayaraman i Lee³⁹, wskazując na występowanie tego skrzywienia poznawczego wśród osób oceniających spółki. Badania w tym temacie podjęli również Eames, Glover i Kennedy⁴⁰, wykazując, że rekomendacje są istotnie zniekształcone przez zjawisko nadmiernego optymizmu w przypadku wycen pozytywnych oraz nadmiernego pesymizmu w przypadku negatywnych. Balboa, Gómez-Sala i López-Espinosa⁴¹, wykonując analizę global-

39 J. Clarke, S. Ferris, N. Jayaraman, J. Lee, *Are Analyst Recommendations Biased? Evidence from Corporate Bankruptcies*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2006, vol. 41, no. 1, s. 169–196.

40 M. Eames, S. Glover, J. Kennedy, *The Association between Trading Recommendations and Broker-Analysts’ Earnings Forecasts*, „Journal of Accounting Research” 2002, vol. 40, no. 1, s. 85–104.

41 M. Balboa, J. Gómez-Sala, G. López-Espinosa, *The Value of Adjusting the Bias in Recommendations: International Evidence*, „European Financial Management” 2009, vol. 15, no. 1, s. 208–230.

ną tego zjawiska, wykazali, że najsilniej występuje ono wśród analityków amerykańskich i brytyjskich, przy czym zjawisko nadmiernego optymizmu jest istotne również wśród specjalistów z innych krajów. Również w kontekście błędów heurystycznych występujących po stronie analityków, trzeba zwrócić uwagę na możliwość występowania konformizmu i zachowań stadnych przy wykonywaniu rekomendacji. Badania na ten temat zaprezentowali Jegadeesh i Kim w roku 2010⁴². W swojej pracy przebadali opracowania z lat 1996–2005 i na ich podstawie udało im się wykazać, że zachowania stadne są obecne wśród analityków. To natomiast może doprowadzać do wniosków, iż pojawienie się na rynku wyceny o danym charakterze będzie zwiększało szansę na to, że inne instytucje, które planowały wydać rekomendacje w podobnym czasie, wydadzą osąd o podobnym wydźwięku do pierwotnej rekomendacji, szczególnie jeśli pochodzi ona z poważnego źródła⁴³. Niewątpliwie zjawisko występowania nadmiernego optymizmu w skali masowej, które objawia się poprzez zdominowanie rynku przez wyceny optymistyczne, jest złożone i jego podstaw należy upatrywać na wielu płaszczyznach. Bezsporne jednak jest to, że jest ono faktem obserwowanym na warszawskiej giełdzie, podobnie jak na innych parkietach badanych pod tym kątem.

3.4. Weryfikacja oddziaływania rekomendacji na notowania giełdowe akcji

Jak wskazano w rozdziale 3, przeważająca ilość badań dotyczących skuteczności rekomendacji wskazuje na ich istotny wpływ na notowania wycenianych spółek. Wśród stosowanych przez badaczy narzędzi analitycznych, szeroko reprezentowanym nurtem jest wykorzystywanie analizy zdarzeń w założonym oknie czasowym. Podstawowym problemem w ujednoliceniu wyników badawczych uzyskiwanych przy zastosowaniu tego narzędzia jest fakt, iż uzyskiwane rezultaty potwierdzają istotność występowania stóp zwrotu dodatnio skorelowanych z komunikatami płynącymi z rekomendacji, w różnych horyzontach, uzależnionych od czasu i miejsca badania.

Niemniej jednak autorzy zgadzają się co do konieczności analizy omawianego zjawiska w perspektywie od kilku do kilkunastu sesji od otwarcia okna zdarzenia.

42 N. Jegadeesh, W. Kim, *Do Analysts Herd? An Analysis of Recommendations and Market Reactions*, „The Review of Financial Studies” 2010, vol. 23, no. 2, s. 901–937.

43 Występowanie takich schematów zachowań jest wzmacniane przez tzw. „efekt guru” oraz „efekt zakotwiczenia”, które zwiększają prawdopodobieństwo podążania przez instytucje za uznanym liderem oraz odnoszenie się w swoich ocenach do tych, które zawarł on w przedstawionych wcześniej raportach.

W analizowanej literaturze najczęściej wykorzystywano horyzont jednego dnia od momentu w publikacji (np. Brown, Chan, Ho⁴⁴, Salva, Sonney⁴⁵, Palmon, Yeze-
gel⁴⁶, Feldman, Livant, Zhang⁴⁷, Nelson, Price, Rountree⁴⁸, Brown, Huang⁴⁹) lub
też 10 sesji po wydaniu wyceny (np. Liu, Smith, Syed⁵⁰, Huth, Maris⁵¹, Au⁵², Ku-
mar, Chaturvedula, Rastogi, Bang⁵³). Rzadziej mamy do czynienia z założonymi
dłuższymi horyzontami, jak 20 dni (Davies, Canes⁵⁴, Karniouchina, Moore, Cooney⁵⁵)
czy nawet 120 dni (Stickel⁵⁶).

Tabela 3.6. Najczęściej wykorzystywane horyzonty badawcze w analizie rekomendacji

Badany horyzont okna zdarzenia	Autorzy
1 sesja	Brown, Chan, Ho / Salva, Sonney / Palmon, Yeze- gel / Feldman, Livant, Zhang / Nelson, Price, Rountree / Brown, Huang
10 sesji	Liu, Smith, Syed / Huth, Maris / Au / Kumar, Chaturvedula, Rastogi, Bang
20 sesji	Davies, Canes / Karniouchina, Moore, Cooney
120 sesji	Stickel

Źródło: opracowanie własne.

W badaniach zakładających dłuższe horyzonty czasowe istnieje duże ryzyko
braku jednoznaczności powiązania pomiędzy badanym zdarzeniem a osiąganymi
ponadprzeciętnymi stopami zwrotu, szczególnie z uwagi na fakt kształtowania cen

- 44 R. Brown, H. Chan, Y. Ho, *Analysts' recommendations: From which signal does the market take its lead?*, „Review of Quantitative Finance and Accounting” 2009, vol. 33, no. 2, s. 91–111.
- 45 C. Salva, F. Sonney, *The Value of Analysts' Recommendations and the Organization of Financial Research*, „Review of Finance” 2011, no. 15, s. 397–440.
- 46 D. Palmon, A. Yezege, *Analysts' Recommendation Revisions and Subsequent Earnings Surprises: Pre- and Post-Regulation FD*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 2011, vol. 26, no. 3, s. 475–501.
- 47 R. Feldman, J. Livant, Y. Zhang, *op. cit.*
- 48 K. Nelson, R. Price, B. Rountree, *op. cit.*
- 49 L. Brown, K. Huang, *Recommendation-Forecast Consistency and Earnings Forecast Quality*, „Accounting Horizons” 2013, vol. 27, no. 3, s. 451–467.
- 50 P. Liu, D. Smith, A. Syed, *op. cit.*
- 51 W. Huth, B. Maris, *op. cit.*
- 52 A. Au, *Capitalising on European analyst earnings estimates and recommendations during different volatility regime periods*, „Journal of Asset Management” 2007, vol. 8, no. 2, s. 74–85.
- 53 Y. Kumar, C. Chaturvedula, N. Rastogi, N. Bang, *Impact of Analyst Recommendations on Stock Prices*, „The Icfai Journal of Applied Finance” 2009, vol. 15, no. 4, s. 39–52.
- 54 P. Davies, M. Canes, *Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information*, „The Journal of Business” 1978, vol. 51, no. 1, s. 43–56.
- 55 E. Karniouchina, W. Moore, K. Cooney, *Impact of Mad Money Stock Recommendations: Merging Financial and Marketing Perspectives*, „Journal of Marketing” 2009, vol. 73, s. 244–266.
- 56 S. Stickel, *op. cit.*

rynkowych przez ogromną ilość informacji docierających do inwestorów każdego dnia. Dlatego też badania w horyzoncie dłuższym niż kilka miesięcy prowadzone są raczej w kontekście poprawności predykcji analityków giełdowych, nie zaś wpływu publikowanych raportów na osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu w tak długim horyzoncie. Przykładami tego nurtu analiz są prace Bilinskiego, Lyssimachou i Walkera⁵⁷ czy też Prusaka⁵⁸.

W niniejszych rozważaniach zaprezentowano analizy i kalkulacje dotyczące występowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w horyzoncie maksymalnie do 10 dni po wydaniu rekomendacji. Za przyjęciem takiego horyzontu przemawia kilka przesłanek. Przede wszystkim zdarzeniem otwierającym okno analiz jest dzień wydania rekomendacji, więc zgodnie z przytoczonymi wcześniej badaniami wykonanymi przez Mielcarza⁵⁹ dla rynku polskiego, nieuprawnione jest przyjęcie założenia, iż rekomendacje będą docierać do szerokiej grupy odbiorców w tym samym dniu, chociażby ze względu na podział klientów domów maklerskich na uprzywilejowanych (premium) i zwykłych. Ponadto, nie posiadając precyzyjnych informacji na temat godziny wydania rekomendacji, poszukiwanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu jedynie w dniu wydania rekomendacji mogłoby być obarczone dużym błędem (jeżeli były one wydawane po czasie trwania sesji). Co więcej, jak wykazano wcześniej, badania światowe często wskazują na istotność występowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w okresie do kilku dni po dacie wydania wyce-ny, co sprawia, że analiza w dłuższym horyzoncie pozwoli uzyskać informacje pełniejsze i bardziej użyteczne z punktu widzenia odbiorców opracowań tego typu. Ostatecznie również odniesiono się do wyników badań zaprezentowanych przez Mielcarza⁶⁰, który wykazał występowanie istotnych statystycznie i przyrastających ponadprzeciętnych stóp zwrotu w perspektywie 10 sesji od dnia wydania rekomendacji.

Przedstawione analizy, ze względu na znacząco większą próbę badawczą, stanowią poszerzenie analizy rynku polskiego w zakresie występowania istotnych ponadprzeciętnych stóp zwrotu związanych z publikacją rekomendacji giełdowych. Należy również zwrócić uwagę, iż przedstawione badanie, mimo zbieżności celu z analizami Mielcarza, zostało oparte na nieco innej metodycie.

W tabeli 3.7 zaprezentowano wyniki analiz średniej wielkości skumulowanych nadwyżek stóp zwrotu BHAR, obliczonej dla wyodrębnionej grupy rekomendacji o charakterze pozytywnym. Obliczany średni BHAR ustalono na podstawie 8 517 obserwacji.

57 P. Bilinski, D. Lyssimachou, M. Walker, *Target Price Accuracy: International Evidence*, „The Accounting Review”, vol. 88, no. 3, s. 825–851.

58 B. Prusak, *Wielokryterialna...*

59 P. Mielcarz, *Krótkookresowy...*

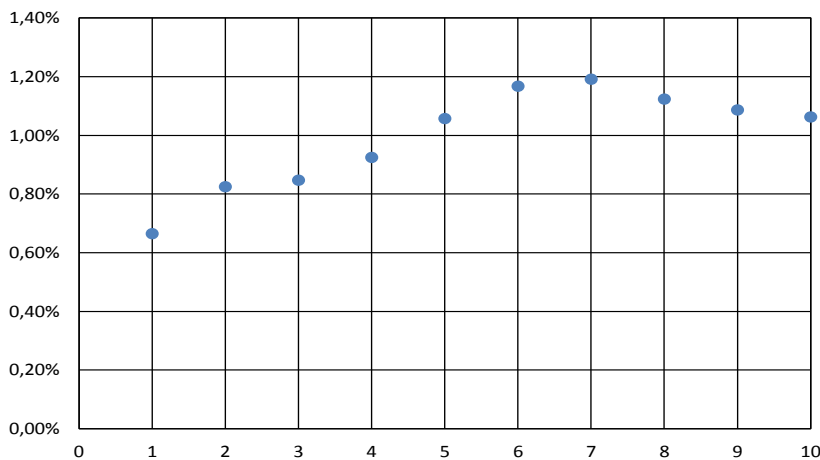
60 *Ibidem*, s. 51–52.

Tabela 3.7. Średni BHAR w horyzoncie do 10 sesji od publikacji rekomendacji pozytywnej

Horyzont	Średnia (%)	Odchylenie standardowe (%)	Wartość <i>p</i>	Istotność średniej (test <i>t</i>)
<i>t</i> +1	0,67	4,25	9,52E-47	tak
<i>t</i> +2	0,83	5,52	7,81E-43	tak
<i>t</i> +3	0,85	6,41	6,24E-34	tak
<i>t</i> +4	0,93	7,23	6,56E-32	tak
<i>t</i> +5	1,06	8,02	8,96E-34	tak
<i>t</i> +6	1,17	8,79	2,87E-34	tak
<i>t</i> +7	1,19	9,48	6,71E-31	tak
<i>t</i> +8	1,12	10,21	4,30E-24	tak
<i>t</i> +9	1,09	10,74	1,24E-20	tak
<i>t</i> +10	1,06	11,36	6,98E-18	tak

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z przedstawionymi wynikami można odczytać, że już w horyzoncie obejmującym dzień publikacji oraz następującą po nim sesję, inwestorzy mogli uzyskać ponadprzeciętną stopę zwrotu w wysokości 0,67%. Generowana nadwyżka wzrasta w perspektywie łącznie 7 sesji, po czym BHAR zaczyna maleć. W szczytowym momencie, po sesji *t*+7, wygenerowana nadwyżka osiąga wysokość średnią 1,19%, natomiast po 10 sesjach od dnia wydania rekomendacji wynosi ona 1,06%. Wszystkie odnotowane wyniki są istotnie różne od zera w myśl przeprowadzonego testu statystycznego *t*-studenta.



Wykres 3.7. Wysokość średnich BHAR w horyzoncie *t*+10 (rekomendacje pozytywne)

Źródło: opracowanie własne.

Dokonując analogicznej analizy na grupie rekomendacji negatywnych (2002 obserwacje w próbie), obliczono BHAR w założonym oknie zdarzenia. Uzyskane rezultaty obrazuje tabela 3.8.

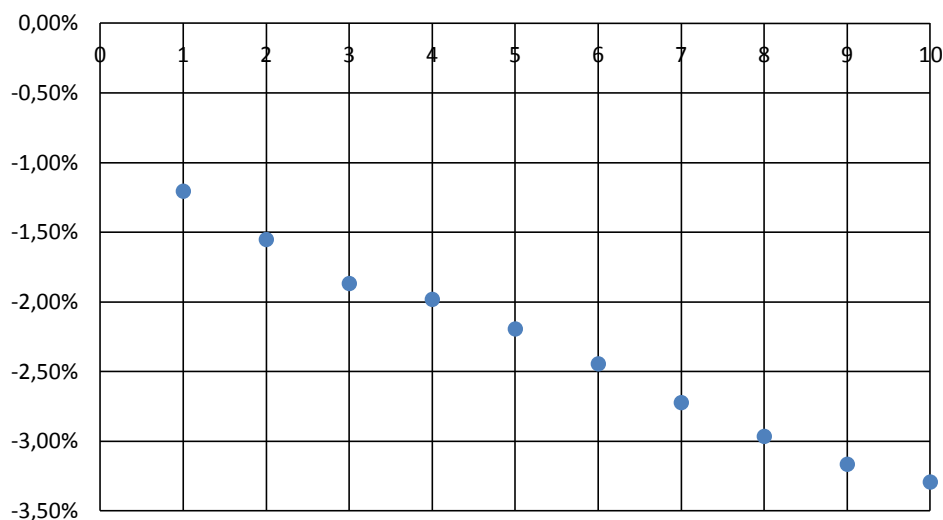
Tabela 3.8. Średni BHAR w horyzoncie do 10 sesji od publikacji rekomendacji negatywnej

Horyzont	Średnia (%)	Odchylenie standardowe (%)	Wartość <i>p</i>	Istotność średniej (test <i>t</i>)
<i>t</i> +1	-1,20	4,55	2,81E-31	tak
<i>t</i> +2	-1,55	5,75	1,90E-32	tak
<i>t</i> +3	-1,87	6,96	4,05E-32	tak
<i>t</i> +4	-1,98	7,86	1,15E-28	tak
<i>t</i> +5	-2,19	8,92	2,12E-27	tak
<i>t</i> +6	-2,44	9,69	1,12E-28	tak
<i>t</i> +7	-2,72	10,31	3,41E-31	tak
<i>t</i> +8	-2,96	10,99	2,10E-32	tak
<i>t</i> +9	-3,16	11,66	8,73E-33	tak
<i>t</i> +10	-3,29	12,52	5,91E-31	tak

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskany BHAR w perspektywie *t*+1 w grupie negatywnej wynosił średnio 1,2%. Oznacza to, iż rynek znacznie silniej reagował na opublikowanie negatywnych osądów względem wycenianych spółek niż w przypadku wycen pozytywnych. Uzyskana średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu jest prawie dwukrotnie wyższa w tej grupie obserwacji. Analizując coraz dalszy horyzont, aż do sesji *t*+10 można również zauważyć, iż dynamika wzrostu BHAR jest znacznie wyższa niż w przypadku rekomendacji pozytywnych, jak również w tym przypadku nie obserwujemy wygładzenia tendencji w ostatnich sesjach badanego okna zdarzenia. Ostatecznie BHAR w perspektywie *t*+10 jest ponad trzykrotnie wyższy w grupie rekomendacji negatywnych niż w pozytywnych. Także w tej grupie wszystkie uzyskane wyniki są istotne statystycznie. Warto również zaznaczyć, iż wraz z oddalaniem się od dnia publikacji rekomendacji, uzyskiwane ponadprzeciętne stopy zwrotu cechują się coraz większym odchyleniem standardowym, zarówno w przypadku rekomendacji pozytywnych, jak i negatywnych.

Dokonując porównywania uzyskiwanych ponadprzeciętnych stóp zwrotu w grupach rekomendacji pozytywnych i negatywnych, należy stwierdzić, że uzyskane wyniki są zbieżne z literaturą przedmiotu, w której niejednokrotnie podkreśla się wyższy stopień oddziaływania wycen negatywnych niż pozytywnych. Oznacza to, że inwestorzy na rynku polskim zachowują się podobnie jak ma to miejsce na rynku amerykańskim oraz innych parkietach europejskich i odwrotnie niż w przypadku tendencji obserwowanych na rynkach azjatyckich i australijskich.



Wykres 3.8. Wysokość średnich BHAR w horyzoncie $t+10$ (rekomendacje negatywne)

Źródło: opracowanie własne.

Zwiększony stopień reakcji rynku na komunikaty negatywne może mieć związek z ich rzadszym występowaniem na rynku, lecz również można go tłumaczyć poprzez teorię perspektywy Kahnemana i Tversky'ego, w myśl której zjawiska pozytywne i negatywne o tych samych wartościach nominalnych nie są postrzegane w sposób symetryczny. Zjawiska o wydźwięku negatywnym wywołują wśród inwestorów silniejsze emocje i bardziej stanowcze reakcje, ponieważ są one podświadomie wartościowane jako bardziej znaczące i dotkliwe⁶¹. Z tego powodu rekomendacja kupna zakładająca potencjał wzrostu danej akcji o 10% powinna wywoływać słabszą reakcję rynku niż rekomendacja negatywna wskazująca na przyszłą zmianę cen o -10%. Oczywiście osąd tego typu jest uprawniony jedynie, jeżeli przyjmijemy, że inwestorzy podejmują swoje decyzje bez dokonywania szczegółowych analiz treści raportów, a jedynie w oparciu o podstawowe płynące z nich komunikaty (wydźwięk, cena docelowa). Biorąc jednak pod uwagę uzyskane w badaniu wyniki, wskazujące na znacznie silniejsze reakcje rynku w grupie raportów negatywnych, możemy domniemać, iż proces decyzyjny inwestorów związany z wykorzystaniem rekomendacji giełdowych ma właśnie taki przebieg.

W tej części badania przeanalizowano również poziom uzyskiwanych BHAR w grupie rekomendacji neutralnych (1305 obserwacji). Wyniki tej części analizy prezentuje tabela 3.9.

61 D. Kahneman, A. Tversky, *On the Psychology of Prediction*, „Psychological Review” 1973, vol. 80, s. 237–251.

Tabela 3.9. Średni BHAR w horyzoncie do 10 sesji od publikacji rekomendacji neutralnej

Horyzont	Średnia (%)	Odchylenie standardowe (%)	Wartość <i>p</i>	Istotność średniej (test <i>t</i>)
<i>t</i> +1	–0,49	4,49	7,26E–05	tak
<i>t</i> +2	–0,51	6,27	3,24E–03	tak
<i>t</i> +3	–0,51	8,56	3,03E–02	tak
<i>t</i> +4	–0,64	11,63	4,79E–02	tak
<i>t</i> +5	–0,67	15,69	1,24E–01	nie
<i>t</i> +6	–0,77	21,10	1,90E–01	nie
<i>t</i> +7	–1,08	28,42	1,69E–01	nie
<i>t</i> +8	–1,37	38,47	1,99E–01	nie
<i>t</i> +9	–1,76	51,86	2,21E–01	nie
<i>t</i> +10	–2,23	70,09	2,50E–01	nie

Źródło: opracowanie własne.

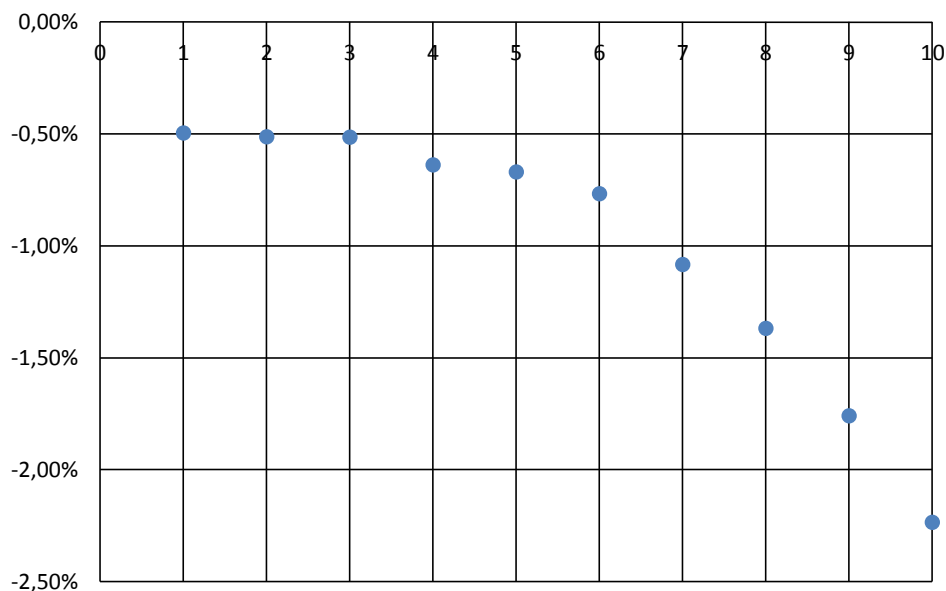
W grupie opracowań niesugerujących jednoznacznie ani transakcji kupna, ani sprzedaży, rynek nie otrzymuje czytelnego sygnału odnośnie perspektyw wyceny spółki. Niejednoznaczność ocen maklerów przekłada się na niski poziom reakcji rynku na komunikaty z tej grupy rekomendacji. Poziom BHAR w horyzoncie *t*+1 jest najniższy spośród badanych grup wycen. Ponadto zmienność do dnia *t*+4 jest niska i przyrost BHAR z każdą kolejną sesją jest niewielki. Po dniu *t*+4 uzyskany BHAR osiąga zaledwie poziom, który w przypadku rekomendacji pozytywnych widoczny był już w perspektywie *t*+1. Należy również zauważyć, że reakcja rynku na wyceny neutralne generuje ujemne ponadprzeciętne stopy zwrotu, a to oznacza, że rekomendacje te są postrzegane jako umiarkowanie negatywne sygnały dla rynku. Wyraźne zmiany stóp zwrotu względem oczekiwań obserwujemy w drugiej połowie badanego okna zdarzenia, czyli w okresie od *t*+5 do *t*+10, kiedy osiągnięty średni BHAR swoją zmiennością zaczyna wyraźnie przypominać reakcje rynku na rekomendacje negatywne. Obszar ten jednak nie cechuje się istotnością statystyczną wyników, co sprawia, że na jego podstawie nie powinniśmy wyciągać wniosków analogicznych jak w pozostałych przypadkach.

Wyniki uzyskane w tej grupie są zbieżne z wnioskami uzyskanymi przez Ryana⁶² czy też Ertimura, Sundera i Sundera⁶³. Ryan, badając rekomendacje z użyciem narzędzi portfelowych, zauważył, że zarówno rekomendacje pozytywne, jak i negatywne pozwalają uzyskiwać istotne statystycznie stopy zwrotu, podczas gdy

62 P. Ryan, *op. cit.*

63 Y. Ertimur, J. Sunder, S. Sunder, *Measure for Measure: The Relation between Forecast Accuracy and Recommendation Profitability of Analysts*, „Journal of Accounting Research” 2007, vol. 45, no. 3, s. 567–606.

wyceny o wydźwięku neutralnym nie dają takich wyników. Autor również skłania się ku tezie, że rekomendacje neutralne są odbierane przez rynek w sposób podobny jak negatywne. W tym kontekście Ertimur, Sunder i Sunder wyciągnęli bardziej jednoznaczne wnioski, wskazując, że w przypadku rekomendacji „trzymaj”, zawierających stosunkowo precyzyjne prognozy finansowe, są one odbierane przez rynek analogicznie jak raporty „sprzedaj”.



Wykres 3.9. Wysokość średnich BHAR w horyzoncie $t+10$ (rekomendacje neutralne)

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowując część badania skupiającą się na analizie występowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu związanych z publikacją rekomendacji giełdowych, należy zauważyć, że zaproponowany sposób wnioskowania oparty na analizie BHAR pozwolił uzyskać pozytywne i istotne statystycznie związki pomiędzy badanymi zdarzeniami oraz występującymi po nich reakcjami rynku. Należy więc stwierdzić, iż główna hipoteza postawiona w niniejszych rozważaniach została zweryfikowana pozytywnie, na gruncie przyjętej metodyki. Rozróżnianie badanych raportów na trzy podstawowe grupy rekomendacji pozwoliło również ukazać odmienny charakter oddziaływania rekomendacji pozytywnych, neutralnych oraz negatywnych na inwestorów i podejmowane przez nich decyzje. Wskazanie różnic w oddziaływaniu poszczególnych typów rekomendacji uprawnia również do stwierdzenia, iż zasadne było założenie odnośnie dokonywania dalszych analiz szczegółowych indywidualnie w zbiorowości raportów pozytywnych i negatywnych.

3.5. Determinanty poprawności reakcji rynku na rekomendacje

Analizy występowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w grupach rekomendacji o różnym wydźwięku pozwoliły wyraźnie stwierdzić, iż w odniesieniu do wartości średniej i w badanym horyzoncie 2 tygodni, grupa rekomendacji negatywnych zachowuje się w sposób trwalszy i bardziej dynamiczny niż pozytywna czy neutralna, jeśli chodzi o zmienność cen w oknie zdarzenia. Dalsze analizy nakierowane były na weryfikację determinant występowania spodziewanej i zgodnej z treścią rekomendacji reakcji inwestorów, odzwierciedlonej w wystąpieniu istotnej statystycznie BHAR w horyzoncie okna zdarzenia.

Potwierdzenie istotności wartości średniej nie udziela niestety odpowiedzi na pytanie, jak często mamy do czynienia ze zmianami cen/stóp zwrotu w pożądanym i ustalonym przez rekomendację kierunku. Oczywistym bowiem jest, że nie każda rekomendacja wywołuje identyczną reakcję rynku. Nawet jeśli przyjąć takie założenie, to w badanej zbiorowości i tak nie możemy ustalić na podstawie istotności średniego BHAR, że każda dokonana transakcja, zgodna z treścią rekomendacji, będzie skutkowała uzyskaniem pozytywnej stopy zwrotu w badanym horyzoncie. Jest to spowodowane faktem, iż posługiwanie się średnią skutkuje „zgubieniem” danych dotyczących pojedynczych obserwacji. Nie należy jednak zaniedbywać wniosków płynących z testowania średniej, która pozwala ocenić występowanie zjawiska w jego ogólnym wymiarze.

Dalsze badania są próbą poszukiwania modelu, wskazującego na najbardziej istotne determinanty występowania zbieżnych reakcji rynkowych i stanowią weryfikację istotności z góry przyjętych cech publikowanych wycen na częstotliwość zachodzenia pożądanego zjawiska.

W pierwszej kolejności dokonano estymacji modelu dla całej badanej zbiorowości z uwzględnieniem jedynie dwóch zmiennych binarnych odzwierciedlających podstawowy wydźwięk poszczególnych wycen i rozróżniających go pomiędzy raporty pozytywne i negatywne. Kształt oszacowanego modelu prezentuje tabela 3.10.

Oszacowany model, stworzony na podstawie całej próby badawczej, potwierdza wcześniej wyciągane wnioski na temat rozróżnienia siły oddziaływania komunikatów pozytywnych od negatywnych. Zaproponowany prosty model wyraźnie pokazuje, iż dla potrzeb przewidywania wystąpienia reakcji rynku zbieżnej z rekomendacją, fakt tego, że dana rekomendacja ma negatywny wydźwięk, odgrywa o wiele większe znaczenie niż gdy jest ona pozytywna.

Zmienna obrazująca charakter negatywny jest istotna statystycznie w przeciwieństwie do zmiennej „pozytywnej”, co już daje silne podstawy rozróżnienia znaczenia tych zmiennych dla badania wpływu rekomendacji na zmiany cen. Jednakże można również odnieść się do współczynników modelu i efektów krańcowych uzyskanych dla poszczególnych zmiennych i porównać je w bezpośredni sposób,

gdyż są one wyrażone w tej samej skali. Na podstawie współczynników oszacowanych w modelu widać bardzo dużą różnicę w znaczeniu obu zmiennych. Negatywny charakter rekomendacji jest blisko dziesięciokrotnie bardziej znaczący dla ostatecznego prawdopodobieństwa uzyskania pożądanego wyniku niż wydźwięk pozytywny. Trzeba również podkreślić, że zaproponowany model pozwala uzyskać skuteczność przewidywania prawidłowej reakcji rynku jedynie w 57,2%. Biorąc pod uwagę ubogą specyfikację proponowanej formuły, wynik ten był możliwy do przewidzenia. Wprowadzenie dwóch badanych zmiennych w sposób marginalny podniosło skuteczność przewidywania względem modelu opartego jedynie o zmienną stałą.

Tabela 3.10. Model wpływu rekomendacji o różnym wydźwięku na reakcję rynku w perspektywie $t+10$

Zmienna	Współczynnik	Błąd stand.	z	Wartość p	Istotność ^(a)	Efekt krańcowy ^(b)
Const	0,176704	0,05557	3,1793	0,00148	***	
pozytywna	0,0546861	0,05970	0,9159	0,35973		0,013
negatywna	0,461492	0,07278	6,3405	<0,00001	***	0,109
McFadden R-kwadrat					0,421%	
Liczba przypadków „poprawnej predykcji”					57,20%	

(a) *** – poziom ufności 99%, ** – poziom ufności 95%, * – poziom ufności 90%.

(b) Wpływ zmian wartości zmiennej na wartość prawdopodobieństwa przyjęcia przez zmienną objaśnianą wartości 1.

Źródło: opracowanie własne przy wykorzystaniu Gretl.

Niemniej jednak zaproponowana specyfikacja modelu ponownie potwierdza, za wnioskami płynącymi z analizy BHAR, prawdziwość pomocniczej hipotezy 2, wskazującej na silniejsze oddziaływanie rekomendacji negatywnych na zmiany cen po ich publikacji niż w przypadku wycen pozytywnych.

Tworzenie następnych modeli badających prawdopodobieństwo wystąpienia reakcji zbieżnej z komunikatem rekomendacji nastawione było na weryfikację hipotez pomocniczych H3, H4, H5 i H6. Ich prawdziwość została poddana sprawdzeniu indywidualnie w grupie wycen pozytywnych i negatywnych.

W pierwszej kolejności dokonano ostatecznej selekcji istotnych zmiennych dla modelu determinant zgodnej predykcji z reakcją rynkową dla grupy rekomendacji pozytywnych. W tabeli 3.11 zaprezentowano ostatecznie uzyskaną postać modelu, którego zmienne objaśniające odnoszą się do potencjału wzrostu, fazy rynku, re-nomy domów maklerskich oraz branży wycenianej spółki.

Tabela 3.11. Model determinant zgodnej reakcji rynkowej z sygnałem rekomendacji w horyzoncie $t+10$ (grupa pozytywna)

Zmienna	Współczynnik	Błąd stand.	z	Wartość p	Istotność	Efekt krańcowy
const	-0,254	0,070	-3,613	0,000	***	
Potencjał wzrostu	1,363	0,125	10,893	<0,00001	***	0,336
Przemysł motoryzacyjny	0,794	0,322	2,465	0,014	**	0,178
Przemysł farmaceutyczny	0,555	0,331	1,678	0,093	*	0,129
Przemysł spożywczy	0,552	0,140	3,950	0,000	***	0,129
Handel hurtowy	0,447	0,120	3,716	0,000	***	0,106
Przemysł metalowy	0,423	0,157	2,699	0,007	***	0,100
Handel detaliczny	0,420	0,103	4,086	0,000	***	0,100
Telekomunikacja	0,396	0,128	3,101	0,002	***	0,094
Przemysł materiałów budowlanych	0,349	0,173	2,014	0,044	**	0,083
Przemysł chemiczny	0,337	0,122	2,754	0,006	***	0,081
Banki	0,334	0,084	3,960	0,000	***	0,081
Przemysł paliwowy	0,331	0,109	3,027	0,002	***	0,080
Przemysł elektromaszynowy	0,309	0,151	2,041	0,041	**	0,074
Energetyka	0,276	0,124	2,219	0,026	**	0,067
Finanse	0,264	0,157	1,683	0,092	*	0,064
Budownictwo	0,243	0,099	2,446	0,014	**	0,059
Przemysł surowcowy	0,241	0,116	2,074	0,038	**	0,058
Informatyka	0,235	0,103	2,274	0,023	**	0,057
Media	0,234	0,108	2,175	0,030	**	0,057
Copernicus Securities	1,370	0,784	1,748	0,081	*	0,273
PEKAO	0,422	0,191	2,209	0,027	**	0,100
BDM	0,295	0,128	2,310	0,021	**	0,071
Uni Credit	-0,175	0,091	-1,917	0,055	*	-0,043
IDM	-0,184	0,082	-2,247	0,025	**	-0,046
Ipopema Securities	-0,246	0,137	-1,797	0,072	*	-0,061
PKO BP	-0,263	0,091	-2,881	0,004	***	-0,065
Citi	-0,419	0,188	-2,234	0,025	**	-0,104
JP Morgan	-0,595	0,290	-2,055	0,040	**	-0,148
Merrill Lynch	-1,229	0,542	-2,268	0,023	**	-0,289
McFadden R-kwadrat				1,840%		
Liczba przypadków, poprawnej predykcji'				57,20%		

Źródło: opracowanie własne przy wykorzystaniu Gretl.

Zgodnie z postacią oszacowanego modelu możemy ustosunkować się do wcześniej przytoczonych hipotez w odniesieniu do grupy raportów pozytywnych. W pierwszej kolejności warto zwrócić uwagę, że zmienna „potencjał wzrostu” jest istotna statystycznie na poziomie 1% i zgodnie ze współczynnikiem β jej wzrost wpływa w sposób znaczący i dodatni na prawdopodobieństwo uzyskania prawidłowej reakcji rynkowej na wydaną rekomendację. W zaproponowanej specyfikacji modelu, zwiększenie potencjału wzrostu o jednostkę (100%) powoduje zwiększenie szansy na zbieżną reakcję inwestorów na rynku aż o 33,6%. Potwierdza to wcześniejsze przypuszczenie, iż sam komunikat rekomendacji nie stanowi obiektywnie jednoznacznego i silnego bodźca do wykonania odpowiednich transakcji przez inwestorów. Stanowczo bardziej czytelny sygnał wynika z różnicy pomiędzy prognozowaną ceną w rekomendacji a bieżącą ceną danego waloru.

Zgodnie z ustalonym w modelu związkiem pomiędzy potencjałem wzrostu a zmienną objaśnianą należy stwierdzić, że hipoteza H3 w grupie rekomendacji pozytywnych została zweryfikowana jako prawdziwa. Wynika z tego, że raporty przewidujące wyższe zmiany ceny danych akcji będą zwiększały szansę na wypracowanie dodatniej ponadprzeciętnej stopy zwrotu w perspektywie 10 sesji od dnia opublikowania rekomendacji.

W odniesieniu do hipotezy H4, w myśl której wyceny wydawane z bieżącym trendem będą silniej oddziaływać na osiągnięcie dodatkowych stóp zwrotu, należy stwierdzić, że w badanej grupie parametr ten nie jest znaczący. Zmienna reprezentująca bieżący trend została wyłączona z modelu, ze względu na brak jej istotności w prawidłowym przewidywaniu czasu na wystąpienie założonej reakcji rynku na pozytywną publikację maklerską. Biorąc pod uwagę wcześniejsze ustalenia na temat potwierdzonego występowania BHAR przypisanego rekomendacjom, można wywnioskować, że są one obserwowalne niezależnie od bieżącego trendu, jeżeli odnosimy się do grupy wycen pozytywnych.

Zgodnie z przeprowadzoną wcześniej analizą strukturalną trzeba także zauważyć, że ilość rekomendacji pozytywnych wydawanych w trakcie trwania trendów spadkowych, jak i trendów zwyżkowych, nie ulegała znaczącej zmianie, przez co domy maklerskie w pewien sposób przyzwyczyły odbiorców rekomendacji do tego, że pozytywne postrzeganie przyszłości nie musi odnosić się do bieżącej koniunktury. Łącząc ze sobą te dwa elementy, zauważamy, że brak istotności tej zmiennej w przypadku raportów pozytywnych jest spójny z wnioskami wyciągniętymi na podstawie analizy strukturalnej i analizy BHAR. Należy więc stwierdzić, że w grupie rekomendacji pozytywnych hipoteza H4 została zweryfikowana negatywnie.

Kolejna grupa zmiennych wykorzystanych w modelu odnosi się do poszczególnych sektorów⁶⁴, w których działają wyceniane podmioty. Dla zwiększenia przejrzystości ustalonej ostatecznej postaci funkcji predykcji, zmienne sektorowe

64 Uwzględnione w analizie sektory prezentuje tabela 3.5.

opisane wcześniej symbolicznie jako BR_p , w powyższej tabeli przedstawiono z wykorzystaniem nazw branż przypisanych do poszczególnych zmiennych binarnych. Zmienne w tabeli zostały uszeregowane względem ich siły wpływu na badane zjawisko. Postać modelu wskazuje, że rozróżnienie rekomendacji według kryterium sektorowego wnosi wartość dodaną w analizowaniu reakcji rynkowych na publikowane wyceny. Przede wszystkim porównując ostateczną postać modelu z jej wyjściową formą, trzeba zauważyć, iż wiele ze zmiennych sektorowych zostało wyeliminowanych w procesie redukcji modelu. Oznacza to, iż ta cecha rekomendacji nie przynosiła wartościowych informacji w odniesieniu do takich branż jak deweloperska czy hotelarska. Natomiast w grupie zmiennych, które zostały uwzględnione w ostatecznym modelu, również wyraźnie widać rozróżnienie w sile ich oddziaływania na badane zjawisko. Największe prawdopodobieństwo uzyskania reakcji zbieżnej z rekomendacją można zaobserwować w grupie spółek z branży motoryzacyjnej, która w niniejszym badaniu reprezentowana jest przez takie podmioty, jak np: Auto Partner, Dębica czy Wielton. Przy zachowaniu niezmiennych pozostałych parametrów modelu, fakt przypisania spółki do branży motoryzacyjnej zwiększa prawdopodobieństwo trafnej predykcji o 17,8%. Szacowany w modelu współczynnik beta dla niniejszej branży wynosi 0,79, co jest wynikiem prawie czterokrotnie wyższym niż w przypadku najmniej znaczącej, lecz istotnej statystycznie branży uwzględnionej w modelu, jaką jest sektor medialny. Współczynnik beta dla tego parametru wynosi zaledwie 0,23, a jego wpływ na zmienną objaśnianą wynosi około 5,7%, czyli ponad trzykrotnie mniej niż w przypadku przemysłu motoryzacyjnego. Trzy najbardziej przewidywalne branże z punktu widzenia analizy reakcji rynku, to zgodnie z zaproponowaną formułą: przemysł motoryzacyjny, farmaceutyczny i spożywczy. Natomiast najmniejszy wpływ na szansę uzyskania zbieżnych reakcji z komunikatem rekomendacji dają rekomendacje z branży medialnej, informatycznej i surowcowej. Łatwo więc zauważyć, iż branża bardzo wyraźnie rozróżnia prawdopodobieństwo uzyskania reakcji inwestorów zgodnych z zaleceniami maklerów, co oznacza, że w grupie rekomendacji pozytywnych hipoteza H_5 została zweryfikowana pozytywnie.

Ostatnia grupa zmiennych odnosi się do wpływu renomy instytucji tworzącej rekomendacje na reakcję rynku na ich publikacje. Aspekt ten był wielokrotnie poruszany w badaniach światowych, które najczęściej wskazują, że renomowane instytucje mocniej wpływają na zmiany notowań niż podmioty mniej poważane przez inwestorów. Do takich wniosków doszli między innymi Barber, Lehavy i Trueman⁶⁵ lub Loh i Stulz⁶⁶, wskazując na pozytywny związek pomiędzy renomą a stopami zwrotu uzyskiwanymi w związku z rekomendacjami. Oczywiście w tym kontekście problematyczne pozostaje precyzyjne zdefiniowanie stosownych miar

65 B. Barber, R. Lehavy, B. Trueman, *Brokerage Houses...*

66 R. Loh, R. Stulz, *When Are Analyst Recommendation Changes Influential?*, „The Review of Financial Studies” 2011, vol. 24, no. 2, s. 593–627.

renomu, będącej czynnikiem rozróżniającym poszczególne instytucje. W celu uniknięcia dodatkowych rozbudowanych rozważań na temat tego aspektu funkcjonowania każdego domu maklerskiego, w badaniu określono renomę w sposób wtórny, na podstawie skuteczności oddziaływania rekomendacji z poszczególnych instytucji na dokonywanie przez inwestorów transakcji zgodnych z komunikatami wysłanymi właśnie przez te instytucje. Analiza oparta na takim podejściu pozwala na zhierarchizowanie badanych instytucji przy jednoczesnym zaprezentowaniu stopnia ich różnicowania przez rynek, co pozwala na ustosunkowanie się do hipotezy pomocniczej H6.

Zgodnie z przedstawioną specyfikacją modelu najlepszą skuteczność predykcji posiadają rekomendacje wystawiane przez Copernicus Securities. W badanej próbie raporty wystawione przez ten dom maklerski zwiększają prawdopodobieństwo zbieżnej reakcji rynkowej na wydaną rekomendację o ponad 27%. To bardzo wysoka wartość, jednakże należy zauważyć, iż obserwacji związanych z tą instytucją w badanej próbie jest zaledwie kilkanaście, co oznacza, że instytucja ta wydaje małą ilość raportów lub też unika ich upubliczniania poza wąskie grono swoich klientów, co utrudnia stosowanie wniosków płynących z tej zmiennej. Natomiast w przypadku DM PEKAO wpływ wydawanych rekomendacji jest również istotny i silny, przy czym rekomendacji pochodzących z tej instytucji w badanej próbie jest blisko 150, co znacznie uwiarygadnia szerokie wnioskowanie na temat parametru beta związanego z tą zmienną binarną. Dokonując filtracji zgromadzonych obserwacji jedynie względem domu maklerskiego, bez uwzględniania innych badanych parametrów, raporty wydawane przez DM PEKAO skutkują zbieżnymi reakcjami rynkowymi w badanym horyzoncie, na poziomie ponad 65%. Warto również zwrócić uwagę na fakt, że 7 zmiennych, z ostatecznie określanych jako istotne w modelu, wpływa negatywnie na prawdopodobieństwo uzyskania wzrostu po opublikowaniu pozytywnej wyceny. Należy więc wnioskować, że rynek interpretuje rekomendacje pochodzące z tych instytucji przeciwnie, co stanowczo źle świadczy o postrzeganiu tych instytucji w oczach inwestorów (odnosząc się do grupy wycen pozytywnych).

Oszacowane parametry modelu odnoszące się do zmiennych binarnych reprezentujących poszczególne domy maklerskie uczestniczące w badaniu, jak również fakt wybiórczej istotności statystycznej dla podmiotów obecnych na rynku, wskazują na rozróżnianie przez inwestorów sygnałów pochodzących od różnych domów maklerskich. Tym samym, należy stwierdzić, że pomocnicza hipoteza H6 została zweryfikowana pozytywnie w grupie rekomendacji przewidujących wzrosty cen akcji.

Analogiczne wnioskowanie przeprowadzono dla grupy rekomendacji negatywnych, zgodnie z założeniami i przesłankami opisanymi we wcześniejszej części pracy. W tabeli 3.12 zaprezentowano estymację modelu determinant występowania zgodnej reakcji rynkowej w odniesieniu do analogicznego zestawu zmiennych jak uprzednio.

Tabela 3.12. Model determinant zgodnej reakcji rynkowej z sygnałem rekomendacji w horyzoncie $t+10$ (grupa negatywna)

Zmienna	Współczynnik	Błąd stand.	z	Wartość p	Istotność	Efekt krańcowy
Const	0,915	0,090	10,150	<0,00001	***	
Potencjał wzrostu	-0,792	0,426	-1,858	0,063	*	-0,178
Trend	-0,576	0,111	-5,186	<0,00001	***	-0,135
Energetyka	-0,549	0,236	-2,326	0,020	**	-0,131
Handel detaliczny	-0,400	0,177	-2,268	0,023	**	-0,094
Przemysł paliwowy	-0,286	0,153	-1,873	0,061	*	-0,066
Trigon	-1,149	0,347	-3,315	0,001	***	-0,279
Societe Generale	-0,997	0,402	-2,478	0,013	**	-0,243
UBS	-0,807	0,412	-1,959	0,050	*	-0,196
Uni Credit	-0,560	0,284	-1,971	0,049	**	-0,134
Erste Bank	-0,527	0,204	-2,586	0,010	***	-0,125
BZW BK	-0,508	0,168	-3,027	0,002	***	-0,120
Ipopema Securities	-0,494	0,267	-1,854	0,064	*	-0,118
McFadden R-kwadrat			3,190%			
Liczba przypadków „poprawnej predykcji”			65,80%			

Źródło: opracowanie własne przy wykorzystaniu Gretl.

Łatwo zauważyć, że ostateczna postać modelu jest znacznie bardziej zredukowana niż w przypadku grupy rekomendacji pozytywnych. Jednakże również w tym przypadku jesteśmy w stanie wyodrębnić zmienne z każdej analizowanej grupy, odpowiadające podanym hipotezom. W pierwszej kolejności, odnosząc się do zmiennej „potencjał wzrostu”, podobnie jak w przypadku modelu wycen pozytywnych, uzyskano istotną statystycznie zależność między prawdopodobieństwem wystąpienia zbieżnej z komunikatem rekomendacji reakcji rynkowej, wskazującą na współliniowy charakter tych zmiennych.

Zwiększający się ujemny potencjał wzrostu wpływa w sposób pozytywny na wywołanie spadków cen rekomendowanego waloru oraz powstawanie istotnych ponadprzeciętnych stóp zwrotu z wycenianych akcji. Zgodnie z przedstawioną specyfikacją modelu zmiana potencjału wzrostu o jednostkę zmienia prawdopodobieństwo wywołania zbieżnych BHAR o prawie 18%, co autor uważa za wynik znaczący. Tym samym, podobnie jak w przypadku modelu opartego o obserwacje pozytywne, istotny wpływ potencjału wzrostu wynikającego z ceny docelowej rekomendacji potwierdza prawdziwość 3 hipotezy pomocniczej, również w grupie

rekomendacji negatywnych. Oznacza to więc, że hipoteza ta została potwierdzona w obu badanych zbiorowościach rekomendacji i prognozowany w rekomendacji wyższy poziom zmiany ceny względem tej z dnia publikacji jest istotnym czynnikiem zwiększającym prawdopodobieństwo reakcji inwestorów zgodnej z komunikatem rekomendacji. Następnie, odnosząc się do pomocniczej hipotezy 4, należy zauważyć, że w przypadku rekomendacji negatywnych bieżący trend rynku wzmacniał szansę na wystąpienie reakcji inwestorów pogłębiającej trendy spadkowe. Obecność trendu spadkowego w czasie wydania rekomendacji o charakterze negatywnym zwiększa szanse na powstanie zbieżnej z rekomendacją BHAR o 13,5%. Wniosek ten ponownie potwierdza, że inwestorzy w większym stopniu reagują na informacje negatywne niż pozytywne, szczególnie że w modelu dotyczącym raportów pozytywnych nie udało się uzyskać istotności tego parametru. Pesymistyczne nastroje rynkowe występują stosunkowo rzadziej niż pozytywne i wywołują silniejsze reakcje, jak wynika z analizy BHAR, przeprowadzonej we wcześniejszej części badania. Potwierdza to również fakt, iż model przewidujący zbieżną reakcję rynkową z rekomendacjami pozytywnymi cechuje się niższym stopniem sprawdzalności predykcji niż model negatywny. W przypadku wcześniejszej estymacji jest to 57,2%, podczas gdy model negatywny uzyskuje poprawność predykcji na poziomie 65,8%. Różnica ta wydaje się stosunkowo niewielka, lecz badany zestaw zmiennych objaśniających dotyczy jedynie części parametrów mogących wpływać na omawiane zjawisko zmienności cen akcji. Proponowany model pokazuje wpływ pewnych założonych technicznych parametrów poszczególnych rekomendacji na ostatecznie uzyskiwany wynik. Zgodnie z przedstawionym modelem dla raportów negatywnych, hipoteza 4 została zweryfikowana pozytywnie, wskazując na dodatni związek pomiędzy spadkowym potencjałem wycenianych akcji a szansą na wystąpienie negatywnych ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

W odniesieniu do kolejnych zmiennych odnoszących się do branż oraz domów maklerskich, w przypadku badanej zbiorowości rekomendacji negatywnych, możemy zaobserwować specyficzne tendencje związane z interpretacją uzyskanych parametrów modelu. Spowodowane jest to faktem, iż bardzo wiele zmiennych binarnych obrazujących przynależność do objętych badaniem sektorów została wykluczona z badania ze względu na ich brak istotności statystycznej (np. motoryzacja, media czy telekomunikacja), zaś pozostałe w modelu branże: energetyczna, handlowa i paliwowa, wskazują na interpretację przeciwną niż w przypadku modelu pozytywnego. Należy więc wnioskować, że rekomendacje dotyczące spółek pochodzących z tych trzech sektorów generują mniejsze prawdopodobieństwo na wystąpienie pozytywnie skorelowanych BHAR z komunikatem rekomendacji negatywnych. Biorąc pod uwagę fakt, iż w tej grupie wyceny maklerów przewidują spadki spółek, przynależność do tych branż niejako uodparnia na negatywne komunikaty dochodzące z domów maklerskich. Rekomendacje wystawiane dla spółek z sektora energetycznego mają o 13% mniejszą szansę na wywołanie ne-

gatywnych ponadprzeciętnych stóp zwrotu w badanym okresie niż średnio w badanej zbiorowości, natomiast w przypadku handlu detalicznego jest to 9,4%, zaś w przemyśle paliwowym 6,6%. W przypadku pozostałych branż nie uzyskano jednoznaczności decyzyjnej, przez co zmienne z nimi związane nie zostały uwzględnione w ostatecznym modelu. Rozróżnianie poszczególnych branż wynikające z różnych wielkości współczynników beta modelu, związanych ze zmiennymi reprezentującymi poszczególne sektory, w połączeniu z ich statystyczną istotnością nakazuje stwierdzić, że pomocnicza hipoteza H5 została zweryfikowana pozytywnie w grupie rekomendacji negatywnych, podobnie jak miało to miejsce w grupie wycen pozytywnych. Oznacza to, że rekomendacje nie oddziałują na wszystkie segmenty rynku w jednolity sposób, a wyceny publikowane w niektórych branżach oddziałują na prawdopodobieństwo wystąpienia reakcji inwestorów zbieżnej z charakterem rekomendacji.

W odniesieniu do ostatniej grupy badanych zmiennych odzwierciedlających postrzeganie poszczególnych domów maklerskich przez inwestorów, można łatwo zauważyć, że w modelu stworzonym w oparciu o rekomendacje negatywne uzyskano potwierdzoną istotność dla zmiennych rozbieżnych z modelem pozytywnym. Ponownie potwierdza to odmienny charakter funkcjonowania rekomendacji o różnym wydźwięku, lecz również wskazuje na konieczność odmiennego postrzegania odbioru rekomendacji pochodzących z różnych podmiotów, w tych dwóch skrajnych grupach wykonywanych przez nie wycen. Trzeba również podkreślić, że charakter uzyskanych parametrów związanych z poszczególnymi domami maklerskimi może być interpretowany w sposób podobny, jak w przypadku zmiennych sektorowych w prezentowanym w tabeli 3.11 modelu prawdopodobieństwa. Wszystkie współczynniki beta związane z poszczególnymi domami maklerskimi mają wartość ujemną, czyli wpływają w sposób negatywny na uzyskanie reakcji zgodnej z negatywnym osądem wydanym przez określony dom maklerski⁶⁷. Innymi słowy, rekomendacje pochodzące od wskazanych w modelu podmiotów powinny być interpretowane przeciwnie. Wyceny wykonywane przez DM Trigon w zakresie typów „redukuj” i „sprzedaj” zmniejszają szansę na uzyskanie zbieżnych z komunikatem BHAR o prawie 28%. W przypadku Societe Generale spadek szans wynosi ponad 24%, natomiast rekomendacje UBS zmniejszają prawdopodobieństwo prawidłowej decyzji o 19,6%. Można więc stwierdzić, że z punktu widzenia inwestora informacje te przynoszą wartość dodaną, gdy planuje on wykonać transakcję zbieżną z opublikowanym komunikatem domu maklerskiego, jednakże z punktu widzenia działalności instytucji tworzącej wycenę, osąd ten jest zupełnie odwrotny i wskazujący, iż inwestorzy nie skłaniają się ku opublikowanym przewidywaniom, a wręcz dokonują transakcji odwrotnych. Ponownie jednak uzyskana specyfikacja modelu wskazuje na rozróżnienie pomiędzy odbiorem rekomendacji pochodzących z różnych domów maklerskich, potwierdzające prawdziwość

67 Trigon, Societe Generale, UBS, Uni Credit, Erste Bank, BZW BK, Ipopema Securities.

hipotezy H6. Tym samym hipoteza pomocnicza odnosząca się do wpływu renowy poszczególnych domów maklerskich na uzyskiwanie zbieżnego kierunkowo BHAR w perspektywie 10 sesji od daty publikacji rekomendacji jest prawdziwa, zarówno w zbiorze wycen pozytywnych, jak i negatywnych. Publikowanie opracowań przez różne instytucje ma znaczenie dla ich odbiorców w postrzeganiu ich poprawności i użyteczności, co przekłada się na dokonywanie przez inwestorów odpowiednich transakcji, bądź zaniechanie działań, mimo pojawienia się rekomendacji, w zależności od źródła jej pochodzenia.

3.6. Podsumowanie

Podsumowując rozważania podjęte w rozdziale, możemy stwierdzić, iż wykorzystując metodę badania skumulowanych ponadprzeciętnych stóp zwrotu BHAR, jesteśmy w stanie wykazać pozytywny związek pomiędzy opublikowaniem rekomendacji giełdowej o szeroko pojętym wydźwięku, ujętym jedynie w kategorię pozytywną, negatywną lub neutralną a reakcją inwestorów przekładającą się na zmiany cen akcji, w założonym horyzoncie badania. Analizy strukturalne rekomendacji pozwoliły w sposób jednoznaczny ustalić, iż na polskim rynku dominującą grupą są wyceny o charakterze pozytywnym, niezależnie od fazy rynku (w odniesieniu do rocznych interwałów), branży czy też instytucji, która jest autorem opracowania. Badania te wpisują się we wnioskowanie autorów badających ten aspekt na innych rynkach europejskich lub na rynku amerykańskim, jak również stoją w opozycji do wniosków, które wyciągają dla rynków azjatyckich. Badania strukturalne weryfikują pozytywnie hipotezę pomocniczą H1.

Część analiz oparta na zaproponowanym modelu logitowym, pokazująca wpływ założonych czynników na skuteczność oddziaływania rekomendacji na powstawanie BHAR zbieżnego z jej komunikatem, wykazała, że przyjętych kilka podstawowych cech badanych raportów znajduje swoje przełożenie na prawdopodobieństwo wystąpienia reakcji rynku zgodnie z zaleceniem wydanym w rekomendacji. Badanie pozwoliło ustalić, iż w badanych grupach rekomendacji, takie cechy jak zakładana wielkość zmiany ceny czy też moment publikacji raportu związany z aktualnie występującym trendem rynkowym, mają istotny wpływ na odbiór tych opracowań przez rynek.

Poprzez podział analiz na indywidualne dla grupy raportów pozytywnych i negatywnych, wyciągnięto wnioski w zakresie hipotez pomocniczych od H3 do H6, osobno dla każdej podgrupy. Tak też na podstawie uzyskanej końcowej postaci modelu ustalono, że wyższy potencjał wzrostu wskazany w rekomendacji giełdowej jest czynnikiem istotnie wpływającym na szansę wygenerowania nadwyżek stóp zwrotu w perspektywie 10 dni od daty opublikowania wyceny. Wniosek ten

został potwierdzony zarówno w grupie pozytywnej, jak i negatywnej. Oznacza to, że rekomendacje przewidujące większy wzrost bądź spadek ceny względem dnia publikacji raportu mają szansę wpłynąć silniej na inwestorów, przez co w badanym horyzoncie 10 sesji giełdowych możliwe jest wystąpienie ponadprzeciętnych stóp zwrotu związanych z pojawieniem się rekomendacji. Specyfikacja modelu również wskazała, że w przypadku rekomendacji pozytywnych faza rynku, określona na podstawie dwumiesięcznych zwrotów, nie ma znaczenia dla skuteczności oddziaływania rekomendacji pozytywnych, natomiast wzmacnia sygnał wystawiany w raportach redukcji bądź sprzedaży. Oznacza to, że hipoteza H4 została zweryfikowana negatywnie w grupie rekomendacji zalecających zwiększanie zaangażowania w dany papier wartościowy, przy czym w grupie przeciwnej wniosek ten jest odwrotny. Zmienne modelu związane z pochodzeniem rekomendacji (instytucją rekomendującą) oraz z branżą działania wycenianej firmy wskazały wyraźne rozróżnienie pomiędzy zmiennymi dotyczącymi tych dwóch cech analizowanych raportów, co pozwoliło na pozytywną weryfikację hipotez H5 i H6 w obu analizowanych podgrupach badawczych.

Ostatecznie wnioski płynące z analizy BHAR w badanych trzech grupach rekomendacji pozwoliły w pierwszej kolejności ocenić istotność wpływu publikacji poszczególnych rodzajów wycen na zachowanie rynku w perspektywie 10 sesji giełdowych, jak również pokazać rozróżnienie poziomu reakcji pomiędzy tymi grupami. Wnioski z analizy istotności osiągniętych stóp zwrotu potwierdziły prawdziwość hipotezy pomocniczej H2, jak również hipotezy głównej mówiącej o tym, że publikacja rekomendacji giełdowej wywołuje powstawanie istotnych statystycznie ponadprzeciętnych stóp zwrotu z wycenianych akcji.

Zakończenie

W niniejszej pracy podjęto rozważania dotyczące wpływu rekomendacji na krótkoterminowe zmiany stóp zwrotu, związane z publikacją opracowania wykonanego przez dom maklerski. Oznacza to więc, iż głównym badanym aspektem jest generowanie wartości dodanej przez rekomendacje dla inwestorów giełdowych, którzy upatrują w nich instrument wsparcia procesu decyzyjnego odnoszącego się do zarządzania ich portfelem inwestycji.

W rozdziale pierwszym przedstawiono ustawodawstwo w Polsce dotyczące funkcjonowania rynków kapitałowych, które skupia się wokół dziewięciu głównych aktów prawnych. Trzeba jednak zauważyć, iż z punktu widzenia badanego zagadnienia, najistotniejszym z nich jest ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z 29 lipca 2005 r. Dokument ten definiuje wiele kluczowych pojęć oraz ustala zakresy funkcjonowania między innymi domów maklerskich, opisując, jakie czynności są ściśle związane z właśnie takimi instytucjami. Szczególnie należy tu zaznaczyć, iż ustawodawca wymienia takie czynności, jak „doradztwo inwestycyjne” oraz „sporządzanie analiz finansowych, a także rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych”¹. Są to więc podstawowe zapisy przekładające się na wykonywanie i oferowanie produktów w postaci rekomendacji giełdowych. W rozdziale pierwszym zaprezentowano również podstawowe aspekty funkcjonowania Komisji Nadzoru Finansowego wraz z zestawem narzędzi dyscyplinowania podmiotów naruszających zasady obrotu na rynkach kapitałowych.

Rozdział prezentuje również rekomendacje giełdowe jako produkt oferowany przez dom maklerski. Rozdział ten skupia się także na zaprezentowaniu wagi przywiązywanej do wykonywania i dystrybuowania rekomendacji maklerów, z punktu widzenia obowiązującego prawa oraz zasad etycznych wypracowanych dla tej grupy zawodowej. Zarówno ustawodawca, jak i środowisko, narzuca konieczność wykonywania takich opracowań z należytą starannością, z wykorzystaniem

1 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538.

najlepszej posiadanej wiedzy oraz z zachowaniem obiektywizmu względem ocenianych faktów i przyjmowanych założeń. Przekonanie o konieczności sumiennego wykonywania rekomendacji przyświeca zarówno twórcom obowiązujących regulacji prawnych, jak i samym maklerom oraz doradcom inwestycyjnym. W rozdziale zaprezentowano zakres informacji, które muszą zostać zawarte w wydawanych rekomendacjach, jak również podstawowe narzędzia wykorzystywane przez analityków przy ich tworzeniu. Poprzez opis technik wyceny przedsiębiorstw wskazano, jak szeroki zakres informacji jest przetwarzany przez analityków, którzy dokonują osądu co do wartości danej spółki. Zdaniem autora, uwypukla to fakt, iż rekomendacja jest kompendium bardzo szerokiego spektrum wiedzy o charakterze makro- i mikroekonomicznym, przez co stanowi źródło przetworzonej i skoncentrowanej informacji w postaci ceny docelowej badanej akcji oraz zalecenia co do jej ewentualnego kupna.

W rozdziale drugim przedstawiono wyniki dotychczas przeprowadzonych badań, analizujących zarówno wpływ rekomendacji na zmiany cen akcji, jak i dotyczące zagadnień pobocznych, pośrednio związanych z tym zjawiskiem, jak problemy powiązań instytucjonalnych i osobowych pomiędzy domami maklerskimi a wycenianymi podmiotami lub bankami inwestycyjnymi. Stanowcza większość przeanalizowanej literatury wskazuje na pozytywny wpływ wykorzystywania rekomendacji na osiągnięte wyniki inwestycyjne. Wnioski te odnoszą się zarówno do faktu publikacji, jak i upowszechnienia wydawanych wycen maklerów. Jedynie około 15% przeanalizowanej literatury wskazuje na brak użyteczności rekomendacji dla inwestorów. Przyczyny negatywnego stanowiska wynikają z badania specyficznych prób lub są efektem wnioskowania opartego na specyficznych i długich horyzontach czasowych. Przykładowo Walker i Hatfield² analizowali portfolio skonstruowane w oparciu o sygnały płynące z rekomendacji w horyzoncie do 12 miesięcy. Podobny horyzont przyjęli także Cai i Xu³. Autorzy w opracowaniu wskazują na brak istotnych ponadprzeciętnych zysków w badanych horyzontach. Wskazują oni również, że wykorzystywanie rekomendacji może okazać się nieefektywne także z tytułu występowania wysokich kosztów transakcyjnych związanych z dynamiczną restrukturyzacją portfeli inwestycyjnych tworzonych na bazie rekomendacji.

2 M. Walker, G. Hatfield, *Professional Stock Analysts' Recommendations: Implications for individual investors*, „Financial Services Review” 1996, vol. 5, no. 1, s. 13–29.

3 F. Cai, L. Xu, *Short and long term impact of stock recommendations published in Barron's*, „Northeast Business & Economics Association Academic Journal” 2007, vol. 1, s. 203–206.

Stanowcza większość opublikowanych badań wskazuje jednak, że wykorzystywanie rekomendacji może generować istotne statystycznie, ponadprzeciętne stopy zwrotu, dając argument o braku efektywności półsilnej rynków kapitałowych⁴ w różnych częściach świata, w tym także w Polsce. Pozytywny wpływ rekomendacji jest najczęściej weryfikowany w literaturze w oparciu o dane pochodzące z rynku amerykańskiego. Jedno z pierwszych badań w tym zakresie, opublikowane przez Daviesa i Canesa⁵, potwierdziło wartość dodaną rekomendacji ustaloną na podstawie próby sięgającej jeszcze końca lat 60. XX wieku.

Ponadto różni badacze zwracali uwagę na szereg czynników wpływających na skuteczność oddziaływania rekomendacji na rynek. Jedne z najczęściej badanych aspektów to: renoma domów maklerskich (Barber, Lehavy, Trueman)⁶ czy też efekt wielkości firmy (Glezakos, Mylonakis, Papadopoulos)⁷. Szczególnie istotnym rozróżnieniem rekomendacji według siły ich oddziaływania jest ich charakter, zazwyczaj dzielony na trzy kategorie: negatywne, neutralne i pozytywne lub też w wersji rozszerzonej na: kupuj, akumuluj, neutralne, redukuj i sprzedaj. Większość badań rozróżniających rekomendacje według tego kryterium wskazuje, iż silniejszy wydźwięk mają wyceny negatywne: Stickel⁸, Chang, Chan⁹, Cao, Kohlbeck¹⁰. Ponadto badania nad rekomendacjami wskazują na szereg skrzywień towarzyszących wydawaniu tego typu opracowań, powstających zarówno na gruncie psychologicznym, jak i systemowym. Najczęściej badaną heurystyką jest nadmierny optymizm wśród analityków (Toshino, Suto)¹¹. Badacze wskazują również, że problem z obiektywizmem przy dokonywaniu wyceny może wynikać z powodu występowania relacji biznesowych bądź personalnych

-
- 4 Patrz: E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, no. 25, vol. 2, s. 383–417.
 - 5 P. Davies, M. Canes, *Stock Prices and the Publication of Second-hand Information*, „The Journal of Business” 1978, vol. 51, no. 1, s. 43–56.
 - 6 B. Barber, R. Lehavy, B. Trueman, *Brokerage Houses and their Stock Recommendations: Does Superior Performance Persist?*, „University of California Working Paper” 1999, September, s. 1–42.
 - 7 M. Glezakos, J. Mylonakis, J. Papadopoulos, *Do Revised Analysts’ Recommendations Influence Investors’ Decisions and Include a Size Effect?*, „Journal of Money, Investment and Banking” 2011, vol. 21, s. 21–31.
 - 8 S. Stickel, *The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations*, „Financial Analysts Journal” 1995, vol. 51, no. 5, s. 25–39.
 - 9 Y. Chang, C. Chan, *Financial analysts’ stock recommendation revisions and stock price changes*, „Applied Financial Economics” 2008, vol. 18, s. 309–325.
 - 10 J. Cao, M. Kohlbeck, *Analyst Quality, Optimistic Bias, and Reactions to Major News*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 2011, vol. 26, no. 3, s. 502–526.
 - 11 M. Toshino, M. Suto, *Cognitive Biases of Japanese Institutional Investors: Consistency with Behavioral Finance*, 12th Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets December 17–18, 2004, National Sun Yat-sen University, Kaohsiung, Taiwan.

między domami maklerskimi a wycenianymi firmami (Westphal, Clement)¹². Badania rynku polskiego wpisują się w światowe trendy, zarówno pod kątem stosowanej metodyki, jak i wyciąganych wniosków. Krótkoterminowy wpływ publikacji rekomendacji został potwierdzony między innymi przez Gurgula¹³ czy Mielcarza¹⁴. Natomiast analizy nastawione w większym stopniu na poprawność wykonywanych przez analityków wycen wskazują, że w perspektywie od kilku do kilkunastu miesięcy wydawane osądy maklerów są obarczone dużym błędem i mogą stanowić bardzo mylne drogowskazy dla inwestycji wykonywanych w tym horyzoncie (Prusak)¹⁵. Przedstawione w niniejszej pracy badania pozwalają poszerzyć wnioski z wcześniej wykonywanych analiz, odnosząc je do znacznie dłuższego okresu analizy, zawierającego większą ilość obserwacji. Są one również oparte na specyficznym podejściu do badanego zagadnienia, wykorzystującym modelowanie prawdopodobieństwa wystąpienia pożądanej zmiany ceny w założonym horyzoncie, przez co zwiększają użyteczność formułowanych wniosków dla konstruowania strategii inwestycyjnych opierających się na wykorzystaniu rekomendacji giełdowych oraz dokonywaniu transakcji w stosunkowo krótkim horyzoncie i w oparciu o jej techniczne cechy.

W związku z podjętym tematem, w rozdziale trzecim wykonano badanie dotyczące wpływu rekomendacji giełdowych na zmienność cen wycenianych akcji notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, jak również przedstawiono analizę wskazującą na determinanty wystąpienia pożądanych zmian stóp zwrotu w podanym horyzoncie. Dzięki wykonanej analizie struktury udało się potwierdzić hipotezę H1 mówiącą o znacznej przewadze wycen pozytywnych w strukturze publikowanych rekomendacji. Rozróżnienie badanej próby, zawierającej rekordy z lat 2005–2016, według komunikatu płynącego z rekomendacji pozwoliło na ustalenie, iż wyceny pozytywne stanowią około 70% wszystkich ocen wystawianych przez maklerów. Relacja ta pozostaje praktycznie niezmienna niezależnie od fazy rynku. Natomiast dokonując rozróżnienia względem instytucji publikującej raport, można zauważyć rozbieżne tendencje w podejściu poszczególnych domów maklerskich w wystawianiu ocen danego typu, jednakże ich punktem wspólnym jest skłanianie się ku wycenom pozytywnym. Wnioski te wpisują się w światowe trendy wskazujące na podobne zależności na innych rynkach

12 J. Westphal, M. Clement, *Sociopolitical dynamics in relations between top managers and security analysts: Favor rendering, reciprocity, and analyst stock recommendations*, „Academy of Management Journal” 2008, vol. 51, no. 5, s. 873–897.

13 H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 1–231.

14 P. Mielcarz, *Krótkookresowy wpływ rekomendacji na rynek giełdowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2016.

15 B. Prusak, *Wielokryterialna analiza rekomendacji giełdowych*, CeDeWu, Warszawa 2015.

(np. Womack)¹⁶. W badanej zbiorowości rekomendacje pozytywne stanowią ponad 70% badanej próby, co jest wynikiem analogicznym do wcześniejszych badań rynków europejskich i amerykańskiego. Daje to podstawy do wnioskowania, iż pewne ogólne mechanizmy obserwowane na tych rynkach są powielane na Warszawskiej Giełdzie.

Przeprowadzona następnie analiza ponadprzeciętnych stóp zwrotu generowanych przez opublikowanie rekomendacji wskazała na dwa zasadnicze fakty. Pierwszy z nich odnosi się do uzyskanych istotnych anormalnych stóp zwrotu w perspektywie 10 sesji giełdowych, zarówno w przypadku raportów pozytywnych, jak i negatywnych, co potwierdza główną hipotezę badania mówiącą o istotnym przełożeniu opublikowanych rekomendacji giełdowych na reakcję rynku zobrazowaną zmianami cen. Drugim wnioskiem płynącym z tej części analizy jest wskazanie na rozbieżności pomiędzy reakcjami rynku na rekomendacje pozytywne i negatywne. Wniosek ten związany jest z pomocniczą hipotezą H2, mówiącą o tym, że rekomendacje negatywne wywołują silniejsze reakcje rynku. Hipoteza ta została dodatkowo potwierdzona poprzez wykonanie kolejnej analizy z wykorzystaniem modelu logitowego. Tym samym autor badania uzyskał wnioski analogiczne do wcześniejszych wykonanych dla rynków europejskich oraz amerykańskiego (Muslu, Xue)¹⁷, (Lidén)¹⁸.

W ostatniej części badania autor skupił się na wskazaniu determinant wystąpienia reakcji rynku zbieżnej z komunikatem wynikającym z rekomendacji. Ta część analiz w całości opierała się na czynnikowym modelu logitowym, uzależniającym badane zjawisko od zmiennych związanych z potencjałem wzrostu ceny akcji, aktualnym trendem rynkowym, instytucją publikującą wycenę oraz branżą, do której należał wyceniany podmiot. Dzięki zaproponowanym modelom, indywidualnie dla raportów pozytywnych i negatywnych wyciągnięto wnioski na temat hipotez od H3 do H6. Weryfikacja hipotez jest spójna w modelach dla grup pozytywnych i negatywnych we wszystkich przypadkach oprócz hipotezy H4, odnoszącej się do wpływu bieżącego trendu na oddziaływanie rekomendacji na zmiany cen akcji. Tak też na podstawie specyfikacji modelu ustalono, że niezależnie od typu rekomendacji, zwiększający się potencjał wzrostu zmiany ceny jest istotnym i silnym czynnikiem wpływającym na szansę podążania rynku za opublikowaną wyceną. Im większa zakładana zmiana ceny względem tej z daty wydania raportu, tym większa szansa na reakcję rynku zgodną z komunikatem rekomendacji. Należy także dodać, iż wpływ tej zmiennej na

16 K. Womack, *Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?*, „Journal of Finance” 1996, vol. LI, no. 1, s. 137–167.

17 V. Muslu, Y. Xue, *Analysts' Momentum Recommendations*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2013, vol. 40, no. 3 & 4, s. 438–469.

18 E. Lidén, *Swedish Stock Recommendations: Information Content or Price Pressure?*, „Multinational Finance Journal” 2007, vol. 11, no. 3/4, s. 253–285.

prawdopodobieństwo zmiany ceny jest wyższe w grupie raportów pozytywnych, niż w negatywnych, chociaż sama zmiana stopy zwrotu z akcji jest większa w grupie ocen negatywnych. Wniosek ten potwierdza w całości prawdziwość hipotezy H3.

Także w przypadku zmiennych odnoszących się do poszczególnych domów maklerskich oraz branży ustalono, że są to czynniki istotnie wpływające na zachowanie rynku w związku z publikowaną rekomendacją. Zarówno w modelu rekomendacji pozytywnych, jak i negatywnych wyselekcjonowano branże, które w istotny sposób zwiększają prawdopodobieństwo wystąpienia zbieżnych reakcji z wydźwiękiem raportu, jak również wskazano domy maklerskie, które silniej oddziałują na rynek, przez co zwiększają szanse na dokonanie prawidłowej decyzji w oparciu o tworzone przez nie rekomendacje. Tym samym potwierdzono prawdziwość hipotez H5 i H6, zarówno w modelu zmian cen w grupie wycen pozytywnych, jak i negatywnych. Oznacza to, że sektor, w którym funkcjonuje dana spółka oraz biuro maklerskie, które ją wycenia, mają istotny wpływ na odbiór danej rekomendacji przez rynek. Trzeba jednak zaznaczyć, że selekcja branż i instytucji w obu modelach nie jest zbieżna, co potwierdza konieczność analizy raportów pozytywnych i negatywnych jako osobnych grup. W przypadku rekomendacji pozytywnych, branże, w których reakcje na rekomendacje były najczęściej zbieżne z komunikatami raportów to: motoryzacja, przemysł farmaceutyczny i spożywczy, zaś w grupie wycen negatywnych, najbardziej użyteczne dla inwestorów komunikaty płyną z rekomendacji dla sektorów: energetycznego, paliwowego oraz handlu detalicznego. Dodatkowo, w grupie rekomendacji pozytywnych, najczęściej zbieżne zmiany cen obserwowane były po publikacji raportów Copernicus Securities, PEKAO oraz BDM, natomiast w grupie negatywnych, po publikacji pochodzących z Trigon, Sociate Generale i UBS.

W kwestii hipotezy H4, mówiącej o tym, że bieżący trend ma wpływ na stopień reakcji rynku na publikowane rekomendacje, uzyskano częściowe potwierdzenie tejże hipotezy. Mianowicie, bieżący trend stanowi istotny parametr w przypadku raportów negatywnych, wśród których występowanie negatywnego trendu w czasie opublikowania rekomendacji wzmacnia reakcję rynku, natomiast bieżąca tendencja głównego indeksu giełdowego nie ma wpływu na wyceny o charakterze pozytywnym. Oznacza to, że hipoteza H4 została potwierdzona w grupie rekomendacji negatywnych, zaś w grupie pozytywnych jest ona fałszywa.

Przeprowadzone wnioskowanie stanowi głos w dyskusji na temat funkcjonowania rekomendacji giełdowych na rynku polskim, nastawione jest w szczególności na pokazanie ich wpływu na zachowania inwestorów w stosunkowo dużej próbie badawczej i obejmującej długi zakres czasowy, przez co ma na celu weryfikację omawianych zjawisk w ujęciu ogólnym, a nie zaś w kontekście krótkoterminowych, lokalnych związków pomiędzy rekomendacjami a notowaniami giełdowymi. Autor postawił sobie za cel analizę zjawiska w możliwie najszerszym kontekście, poszukując nisz rynkowych, w których związki te mogą być silniejsze

i łatwiejsze do wykorzystywania przez inwestorów, opierających swoje decyzje inwestycyjne na sygnałach płynących z rekomendacji.

Przeprowadzone analizy wpisują się w główne nurty wnioskowania na temat wykorzystywania rekomendacji w celu osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu, wskazując, iż mogą być one istotnym elementem kreowania strategii inwestycyjnych w krótkim horyzoncie czasowym. Sformułowane w pracy wnioski potwierdzają występowanie na polskim rynku akcji zjawisk podobnych, jak w przypadku innych rynków na świecie. Opisana w rozdziale drugim literatura w stanowczej większości wskazuje na wpływ publikacji i upowszechnienia rekomendacji na notowania wycenianych akcji. Autor dochodzi do podobnych wniosków, odnosząc się do szerokiej próby badawczej. W pracy wskazano również grupę czynników determinujących skuteczność przełożenia sygnałów pochodzących z wycen maklerskich na notowania danych papierów wartościowych. Uwzględnione w badaniu elementy były analizowane w dotychczas powstałej literaturze światowej. Autorzy w większości przypadków zgadzają się co do pozytywnego wpływu takich czynników jak charakter rekomendacji czy instytucja publikująca raport, na jego odbiór przez rynek. W prezentowanych rozważaniach wskazano, iż posługując się pewnymi ustalonymi cechami rekomendacji czy też wycenianej spółki, można wskazać zbiory publikowanych wycen, które mają zwiększoną szansę skutkować zmianami ceny zgodnymi z sygnałem zawartym w raporcie.

Wartością dodaną w pracy jest analiza z zastosowaniem modeli logitowych w odniesieniu do badania szans na wystąpienie ponadprzeciętnych stóp zwrotu zgodnych z komunikatem płynącym z rekomendacji, ponieważ pozwalają one opisać rozkład decyzji trafnych i nietrafionych, w uzależnieniu od przyjętych parametrów w badaniu. Dotychczas podejmowane analizy skupiały się raczej na pokazywaniu wpływu poszczególnych parametrów na stopy zwrotu, poprzez dzielenie próby według przyjętych kryteriów i badaniu portfeli bądź osiągniętych CARR /BHAR w poszczególnych grupach. Analizy te są zbieżne ze sposobem wnioskowania w niniejszej pracy, aczkolwiek ich główną wadą jest utrata wielu informacji poprzez analizę wartości średnich. Z tego powodu analiza szans na wystąpienie odpowiedniej zmiany cen pozwala odzyskać częściowo te informacje. Dlatego też trzeba zauważyć, że mimo osiągnięcia średnich istotnych ponadprzeciętnych stóp zwrotu w oknie zdarzeń związanym z opublikowaniem rekomendacji, ich rozkład pomiędzy reakcje zbieżne i rozbieżne nie wskazuje w sposób jednoznaczny na spójność w tym zakresie pomiędzy poszczególnymi obserwacjami. Analizując zliczeniowy R-kwadrat modelu pozytywnego, widzimy, że i tak zakłada on występowanie około 43% błędnie ocenionych kierunków zmian cen. W przypadku modelu negatywnego wartość ta jest mniejsza, ale nadal wynosi około 34%. Zastosowanie powyższego narzędzia otwiera możliwość poszerzenia jego zastosowania w odniesieniu do innych zmiennych rynkowych, które mogłyby mieć istotny wpływ na osiągnięcie pożądanego wyniku w związku z zastosowaniem rekomendacji.

Autor dostrzega również wartość w badaniu zjawiska na znacząco większej próbie niż większość dotychczasowych badań wykonywanych dla rynku polskiego, co pozwoliło na poszerzenie wnioskowania z nich płynącego na bardziej ogólną zbiorowość rekomendacji.

Sformułowane w badaniu wnioski pozwalają na wyciągnięcie kilku kluczowych wniosków dla inwestorów, którzy planują wykorzystywać rekomendacje maklerskie, jako narzędzie wspierające proces inwestycyjny. Przede wszystkim na jego podstawie ustalono, że rekomendacje mogą być skuteczne w uzyskiwaniu skumulowanych, ponadprzeciętnych stóp zwrotu w okresie do dwóch tygodni od daty publikacji rekomendacji. Stopy te są potencjalnie wyższe w przypadku wykorzystania sygnałów płynących z wycen z komunikatem negatywnym, co jednak jest trudniejsze do zdyskontowania przez inwestorów ze względu na ograniczenia dotyczące tzw. krótkiej sprzedaży na Giełdzie w Warszawie.

Drugim istotnym wnioskiem dla inwestorów jest, iż powinni oni unikać dokonywania transakcji w oparciu o wyceny zakładające niski poziom zmienności ceny. Są to raporty, które mają małą szansę na wywołanie znaczącej zmiany wartości akcji w krótkim czasie po publikacji, zaś jeśli ona wystąpi, raczej będzie miała charakter spadkowy. Jest to wniosek istotny głównie dla osób, które posiadają akcje wycenianej spółki przed ukazaniem się raportu maklerskiego.

Przedstawione modele prawdopodobieństwa wskazują również branże, które cechują się większą jednoznacznością reakcji inwestorów na komunikaty płynące dla spółek funkcjonujących w ich obrębie. Jak opisano wcześniej, wyceny pozytywne i negatywne należy interpretować indywidualnie ze względu na rozbieżne ostateczne postaci estymowanych modeli logitowych. Można jednak wskazać sektory, w których przełożenie sygnałów na reakcję rynku było istotne statystycznie w obu modelach. Są to: energetyka, handel detaliczny oraz przemysł paliwowy. W przypadku modelu rekomendacji pozytywnych, publikacja raportu dla spółki z tych branż zwiększa szansę na wystąpienie pozytywnej, ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Natomiast w przypadku rekomendacji negatywnych, prawdopodobieństwo spadku ceny jest mniejsze, jeśli dana wycena dotyczy tych branż. Oznacza to, iż należy postrzegać te trzy obszary gospodarcze jako relatywnie silne na Warszawskiej Giełdzie, co czyni je bardziej odpornymi na negatywne oceny maklerów.

Ostatnia grupa wniosków dotyczy instytucji publikujących rekomendacje giełdowe. Na podstawie przedstawionych modeli, inwestor jest w stanie ocenić, które domy maklerskie wywołują częściej reakcje rynkowe zbieżne z ich wycenami lub odwrotnie. W przypadku rekomendacji pozytywnych, największe szanse na uzyskanie pozytywnej BHAR dają raporty pochodzące z Copernicus Securities i PEKAO, natomiast największe szanse na wystąpienie zmiany ceny odwrotnej do sygnału rekomendacji mają raporty Merrill Lynch i JP Morgan. W przypadku grupy wycen negatywnych, prezentowany model w zakresie instytucji wskazuje na te, których rekomendacje są częściej odbierane przeciwnie do płynącego z nich sygnału. Są to: Ipopema Securities, BZ WBK oraz Erste Bank.

W modelu nie udało się uzyskać istotności dla żadnej zmiennej reprezentującej dom maklerski, która wpływałaby pozytywnie na prawdopodobieństwo wystąpienia ponadprzeciętnej stopy zwrotu zgodnej z komunikatem rekomendacji.

Analizując możliwości wykorzystania zaprezentowanych wyników badań na gruncie praktycznym, trzeba zaznaczyć, że wykonane analizy nie stanowią kompleksowego opisu rzeczywistości giełdowej, lecz skupiają się na relatywnie wąskim jej wycinku. W przekonaniu autora uzyskane wyniki jednoznacznie wskazują na możliwość wykorzystywania rekomendacji jako narzędzia generującego sygnały inwestycyjne, jednakże nie może ono zastąpić szerokiego procesu analizy, przez który powinien przechodzić inwestor, rozdysponowując swoje środki finansowe. Ze względu na prostotę wnioskowania, jest to narzędzie wspomagające raczej dla inwestorów indywidualnych, którzy sami nie są w stanie rzetelnie przeprowadzić procesu wyceny, jaki jest zawarty w rekomendacji maklerskiej, co jednak nie przekreśla możliwości wspierania nim procesu decyzyjnego podmiotów profesjonalnych. W odczuciu autora, podstawowymi zaletami proponowanych rozwiązań w zakresie stosowania rekomendacji jest wykazanie, że stanowią one pewną wartość w procesie decyzyjnym oraz podają proste komunikaty inwestycyjne typu: „rekomendacja kupna wskazująca na możliwą zmianę ceny danej akcji o 30%, wystawiona przez Copernicus Securities dla spółki z branży motoryzacyjnej ma około 91% szansę na wywołanie dodatniej nadwyżki stóp zwrotu”, podczas gdy „rekomendacja zakładająca 5% zmianę ceny wystawiona przez Merrill Lynch dla firmy medialnej ma szansę wywołania takiej reakcji jedynie na poziomie 23,55%”. Przy stosowaniu strategii nie można jednak zapominać, że przy planowaniu działań i w związku z możliwymi zmianami cen należy uwzględniać również koszty transakcyjne, mogące zmieniać profil zyskowności podejmowanych działań.

Zaproponowane badanie nie jest pozbawione wad. Dokonując dalszych analiz prezentowanego zjawiska, warto zastanowić się nad możliwością bardziej ścisłej selekcji uwzględnionych w badaniu rekomendacji, ze względu na ich faktyczne możliwości docierania do inwestorów. Istnieje pewne ryzyko, iż niektóre, uwzględnione w próbie badawczej raporty domów maklerskich, są dostępne w zbiorach i bazach rekomendacji giełdowych dziś¹⁹, lecz w momencie ich publikacji były raportami bardzo mało rozpowszechnionymi, przez co ich potencjalny wpływ na zmiany ceny był mocno ograniczony. Ponadto autor uważa, iż dobrym kierunkiem dalszych analiz byłaby próba weryfikacji postawionych w niniejszej pracy hipotez przy zmodyfikowanej metodologii obliczania ponadprzeciętnych stóp zwrotu BHAR. W pracy zaproponowano model ustalający nadwyżki w odniesieniu do oczekiwanej stopy zwrotu, obliczanej jako średnia historyczna zmiana ceny w założonym okresie. Jest to rozwiązanie spotykane w literaturze, jak opisano w rozdziale poświęconym metodyce pracy, które jest praktyczne w sytuacji, gdy próba badawcza zawiera kilkanaście tysięcy rekordów. Jednakże, ustalenie oczekiwanej

19 Z punktu widzenia momentu powstawania pracy.

stopę zwrotu w alternatywny sposób, oparty na modelu CAPM mogłoby przynieść precyzyjniejsze rezultaty w kalkulacjach. Autor nie wyklucza również, że zdefiniowanie uwzględnionych w niniejszej pracy zmiennych w inny sposób, również mogłoby zmienić płynące z niego wnioski. Przykładem może być tu inny sposób ujęcia bieżącego trendu rynku, zmieniający jego wyznaczniki albo długość trwania.

Tematyka rekomendacji giełdowych jest naukowo eksplorowana od lat 70. i w tym czasie powstało ponad 120 publikacji o charakterze artykułów opublikowanych na liście JCR oraz kilkanaście monografii poświęconych tej tematyce. Oczywiście są to opracowania nieco różne pod kątem przyjmowanych założeń oraz stosowanych metod, przez co otrzymywane wyniki nie są całkiem jednoznaczne i zbieżne, jednakże ogólny zbiór wyników badawczych wskazuje na znaczną przewagę opracowań dowodzących skuteczności wykorzystywania rekomendacji w konstruowaniu strategii inwestycyjnych. Z jednej strony, coraz lepszy i szybszy dostęp do danych o rekomendacjach znacznie obniża koszty aktualizacji badań w omawianym zakresie, jednakże powtarzające się wyniki badań dają coraz mniejsze pole do ich powielania w obecnym kształcie, ponieważ wnoszą coraz mniejszą wartość dodaną do nauki. Dlatego też konieczne jest rozszerzenie kontekstu badawczego o nowe aspekty, tak jak np. w publikacji Kima i Youma z 2017 r., dotyczącej powiązania kwestii rekomendacji maklerskich z przepływem informacji z serwisów społecznościowych. Stąd, w odczuciu autora, powtarzanie tego typu badań, jak zaprezentowane w pracy ma sens jedynie w przypadku wystąpienia na rynku finansowym znaczących zmian o charakterze prawnym lub systemowym, które wpływają na proces tworzenia i odbioru rekomendacji maklerskich. Takie zdarzenia i zmiany mogą znacząco wpłynąć na dotychczas uzyskiwane wyniki i mogą implikować konieczność aktualizacji badań. W tym punkcie trzeba podkreślić, że takie zmiany są obserwowane również i dziś, np. wprowadzanie nowych rozwiązań w związku z MIFID 2 czy też zmiany związane z likwidacją OFE i powstaniem PPK. Procesy o tak znaczącym charakterze w odniesieniu do całego rynku z pewnością będą stanowiły ciekawą podstawę do kolejnych analiz po ugruntowaniu się ich w realiach rynkowych.

Z tej perspektywy autor uważa, iż przedstawione rozważania stanowią głos w dyskusji o rekomendacjach giełdowych w Polsce, jednak w żadnym wypadku nie stanowią zamknięcia toczonych dyskusji, którą należy dalej rozwijać poprzez sprecyzowanie wniosków w odniesieniu do już opisywanych przez badaczy zmiennych oraz przez wzbogacanie dyskusji o kolejne czynniki i determinanty skutecznego stosowania rekomendacji.

Bibliografia

Literatura

- Antunovich P., Sarkar A., 2006, *Fifteen Minutes of Fame? The Market Impact of Internet Stock Picks*, „Journal of Business”, vol. 79, no. 6.
- Au A., 2007, *Capitalising on European analyst earnings estimates and recommendations during different volatility regime periods*, „Journal of Asset Management”, vol. 8, no. 2.
- Azzi S., Bird R., Ghiringhelli P., Rossi E., 2005, *Biases and information in analysts' recommendations: The European experience*, „Journal of Asset Management”, vol. 6, no. 5.
- Balboa M., Gómez-Sala J., López-Espinosa G., 2009, *The Value of Adjusting the Bias in Recommendations: International Evidence*, „European Financial Management”, vol. 15, no. 1.
- Banaszczak-Soroka U., 2012, *Rynki Finansowe. Organizacja, Instytucje, Uczestnicy*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Barber B., Lyon J., 1997, *Detecting long-run abnormal stock returns. The empirical power and specification of test statistics*, „Journal of Financial Economics”, vol. 43.
- Barber B., Lehavy R., Trueman B., 1999, *Brokerage Houses and their Stock Recommendations: Does Superior Performance Persist?*, „University of California Working Paper”, September.
- Barber B., Lehavy R., Trueman B., 2000, *Are All Brokerage Houses Created Equal? Testing For Systematic Differences In The Performance Of Brokerage House Stock Recommendations*, „University of California Working Paper”, March.
- Barber B., Lehavy R., Trueman B., 2010, *Ratings Changes, Ratings Levels, and the Predictive Value of Analysts' Recommendations*, „Financial Management”, vol. 39, no. 2.
- Barber B., Lehavy R., McNichols M., Trueman B., 2001, *Can investors profit from their prophets? Consensus analyst recommendations and stock returns*, „Journal of Finance”, vol. LVI, no. 2.
- Barber B., Lehavy R., McNichols M., Trueman B., 2003, *Reassessing the return to analysts' stock recommendations*, „Financial Analysts Journal”, vol. 59, no. 2.
- Barniv R., Hope O., Myring M., Thomas W., 2010, *International Evidence on Analyst Stock Recommendations, Valuations, and Returns*, „Contemporary Accounting Research”, vol. 27, no. 4.
- Bartkowiak M., 2003, *Etyka zawodowa maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, z. 3.

- Bauman S., Datta S., Iskandar-Datta M., 1995, *Investment analyst recommendations: A test of the announcement effect and the valuable information effect*, „Journal of Business Finance & Accounting”, vol. 22, no. 5.
- Bilinski P., Lyssimachou D., Walker M., 2013, *Target Price Accuracy: International Evidence*, „The Accounting Review”, vol. 88, no. 3.
- Billings B., Buslepp W., Huston G., 2014, *Worth the Hype? The Relevance of Paid-For Analyst Research for the Buy-and-Hold Investor*, „The Accounting Review”, vol. 89, no. 3.
- Binswagner H., 2011, *Spirala wzrostu, pieniądź, energia i kreatywność w dynamice procesów rynkowych*, Wydawnictwo ZYSK, Poznań.
- Black F., 1973, *Yes, Virginia, There is hope: Tests of the value line ranking system*, „Financial Analyst Journal”, vol. 29, no. 5.
- Blandón J., Bosch J., 2009, *Short-term effects of analysts' recommendations in Spanish blue chips returns and trading volumes*, „Estudios de Economía”, vol. 36, no. 1.
- Bolster P., Trahan E., 2013, *Investing in Morningstar Five-Star Stock Upgrades: Price and Style Effects*, „Journal of Accounting and Finance”, vol. 13.
- Bonini S., Zanetti L., Bianchini R., Salvi A., 2010, *Target Price Accuracy in Equity Research*, „Journal of Business Finance & Accounting”, vol. 37, no. 9 & 10.
- Booth L., Chang B., Zhou J., 2014, *Which Analysts Lead the Herd in Stock Recommendations?*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance”, vol. 29, no. 4.
- Brav A., Lehavy R., 2003, *An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-term Informativeness and Long-term Dynamics*, „Journal of Finance”, vol. LVIII, no. 5.
- Breton G., Taffler R., 2001, *Accounting information and analyst stock recommendation decisions: A content analysis approach*, „Accounting and Business Research”, vol. 31, no. 2.
- Brown L., Huang K., 2013, *Recommendation-Forecast Consistency and Earnings Forecast Quality*, *Accounting Horizons*, vol. 27, no. 3.
- Brown R., Chan H., Ho Y., 2009, *Analysts' recommendations: From which signal does the market take its lead?*, „Review of Quantitative Finance and Accounting”, vol. 33, no. 2.
- Buczek S., 2005, *Efektywność informacyjna rynków akcji*, Szkoła Główna Handlowa Oficyna Wydawnicza, Warszawa.
- Buzala P., 2012, *Reakcja inwestorów na rekomendacje giełdowe. Implikacje dla efektywności rynku akcji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 689, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, vol. 50.
- Buzala P., 2015, *Silna a półsilna forma efektywności informacyjnej rynku kapitałowego – doświadczenia z GPW w Warszawie na podstawie zleceń analityków*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 862: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 75.
- Byrka-Kita K., 2013, *Dylematy szacowania premii z tytułu kontroli w wycenie przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa.
- Cai F., Xu L., 2007, *Short and long term impact of stock recommendations published in Barron's*, „Northeast Business & Economics Association Academic Journal”, vol. 1.
- Cao J., Kohlbeck M., 2011, *Analyst Quality, Optimistic Bias, and Reactions to Major News*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance”, vol. 26, no. 3.

- Chakrabarti R., 2005, *Should you bet on your broker's advice? A study of analyst recommendations in India*, „Money and Finance”, vol. 2, no. 17.
- Chan H., Brown R., Kee Ho Y., 2009, *Initiation of brokers' recommendations, market predictors and stock returns*, „Journal of Multinational Financial Management”, vol. 16.
- Chang Y., Chan C., 2008, *Financial analysts' stock recommendation revisions and stock price changes*, „Applied Financial Economics”, vol. 18.
- Chłopecki A., Dyl M., 2011, *Prawo rynku kapitałowego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Clarke J., Ferris S., Jayaraman N., Lee J., 2006, *Are Analyst Recommendations Biased? Evidence from Corporate Bankruptcies*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 41, no. 1.
- Copeland T., Mayers D., 1982, *The value line enigma (1965–1978). A case study of performance evaluation issues*, „Journal of Financial Economics”, vol. 10, no. 3.
- Cowles A., 1933, *Can Stock Market Forecasters Forecast?*, „Econometrica”, vol. 1, no. 3.
- Czapiewski L., 2015, *Czy inwestorzy wierzą analitykom? Analiza reakcji inwestorów na rekomendacje giełdowe na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 862: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 75.
- Czerwonka M., Gorlewski B., 2008, *Finanse behawioralne*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Czyżycki R., Kłóska R., 2011, *Rekomendacje giełdowe jako źródło wiedzy dla inwestora indywidualnego*, „Company Processes and Market Requirement”, MEK.
- David N., 2007, *Be Careful Of Analysts' Recommendations to Buy*, „International Journal of Economic Perspectives”, 2007, vol. 1, no. 1.
- Davies P., Canes M., 1978, *Stock Prices and the Publication of Second-Hand Information*, „The Journal of Business”, vol. 51, no. 1.
- Devos E., 2014, *Are Analysts' Recommendations for Other Investment Banks Biased?*, „Financial Management”, vol. 43, no. 2.
- Drake M., Rees L., Swanson E., 2011, *Should Investors Follow the Prophets or the Bears? Evidence on the Use of Public Information by Analysts and Short Sellers*, „The Accounting Review”, vol. 86, no. 1.
- Duwendag D., Ketterer K., Kusters W., Simmert R., 1995, *Teoria pieniądza I polityka pieniężna*, Poltext, Warszawa.
- Dyl M., 2012, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Eames M., Glover S., Kennedy J., 2002, *The Association between Trading Recommendations and Broker-Analysts' Earnings Forecasts*, „Journal of Accounting Research”, vol. 40, no. 1.
- Elton E., Gruber E., Grossmann S., 1986, *Discrete expectational data and portfolio performance*, „Journal of Finance”, vol. 41.
- Ertimur Y., Mayew W., Stubben S., 2011, *Analyst reputation and the issuance of disaggregated earnings forecasts to I/B/E/S*, „Review of Accounting Studies”, vol. 16, no. 1.
- Ertimur Y., Sunder J., Sunder S., 2007, *Measure for Measure: The Relation between Forecast Accuracy and Recommendation Profitability of Analysts*, „Journal of Accounting Research”, vol. 45, no. 3.
- Fama E., 1970, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, „The Journal of Finance”, vol. 25, no. 2.
- Fama E., French K., 1993, *Common risk factors in the return on bonds and stocks*, „Journal of Financial Economics”, vol. 33.

- Fama E., Fisher L., Jensen M., Roll R., 1969, *The adjustment of stock prices to new information*, „International Review”, no. 10.
- Fang L., Yasuda A., 2009, *The Effectiveness of Reputation as a Disciplinary Mechanism in Sell-Side Research*, „The Review of Financial Studies”, vol. 22, no. 9.
- Feldman R., Livant J., Zhang Y., 2012, *Analysts' Earnings Forecast, Recommendation, and Target Price Revisions*, „The Journal of Portfolio Management”, vol. 38, no. 3.
- Final report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 15.02.2001.
- Francis J., Soffer L., 1997, *The Relative Informativeness of Analysts' Stock Recommendations and Earnings Forecast Revisions*, „Journal of Accounting Research”, vol. 35, no. 2.
- Glezakos M., Mylonakis J., Papadopoulos J., 2011, *Do Revised Analysts' Recommendations Influence Investors' Decisions and Include a Size Effect?*, „Journal of Money, Investment and Banking”, vol. 21.
- Green T., 2006, *The Value of Client Access to Analyst Recommendations*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 41, no. 1.
- Groysberg B., Healy P., Serafeim G., Shanthikumar D., 2013, *The stock selection performance of buy-side analysts*, „Management Science”, vol. 59, no. 5.
- Groysberg B., Healy P., Chapman D., Shanthikumar D., Gui Y., 2007, *Do buy-side analysts out-perform the sell-side?*, „Harvard Working Paper”, March.
- Grudziński M., 2015, *Kształtowanie standardów wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Grudziński W., Hejduk I., Siudak D., 2009, *Value migration in the context of efficient market hypothesis*, „Journal of Economics and Organization of Future Enterprise”, vol. 3, no. 1.
- Gurgul H., 2006, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny Papierów Wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Hamrol M., Mikołajewicz G., 2003, *Analiza fundamentalna i jej wykorzystanie w rekomendacjach biur maklerskich*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- He P., 2009, *The Investment Value of Australian Security Analyst Recommendations: An Application of the Black-Litterman Asset Allocation Model*, „University of Sydney Working Papers”, February.
- He P., Grant A., Fabre J., 2013, *The Economic Value of Analyst Recommendations in Australia: An Application of the Black-Litterman Asset Allocation Model*, „Accounting & Finance”, vol. 53, no. 2.
- He W., Mian G., Sankaraguruswamy S., 2005, *Who Follows the Prophets? Analysts' Stock Recommendations and the Trading Response of Large and Small Traders*, „National University of Singapore Working Paper”, March.
- Holloway C., 1981, *A note on testing an aggressive investment strategy using Value Line ranks*, „Journal of Finance”, vol. 36, no. 3.
- Huth W., Maris B., 1992, *Large and Small Firm Stock Price Response to „Heard on the Street” Recommendations*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance”, vol. 7, no. 1.
- Jaki A., 2006, *Wycena przedsiębiorstw. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.

- Jegadeesh N., Kim W., 2006, *Value of Analyst Recommendations: International Evidence*, „Value of Analyst Recommendations: International Evidence”, vol. 9, no. 3.
- Jegadeesh N., Kim W., 2010, *Do Analysts Herd? An Analysis of Recommendations and Market Reactions*, „The Review of Financial Studies”, vol. 23, no. 2.
- Jegadeesh N., Kim W., Krische S., Lee C., 2004, *Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?*, „Journal of Finance”, vol. 59, no. 3.
- Jones S., Johnstone D., 2012, *Analyst Recommendations, Earnings Forecasts and Corporate Bankruptcy: Recent Evidence*, „The Journal of Behavioral Finance”, vol. 13.
- Juergens J., 1999, *How Do Stock Markets Process Analysts' Recommendations? An Intra-daily Analysis*, „The Pennsylvania State University Working Papers”, August.
- Kahneman D., Tversky A., 1973, *On the Psychology of Prediction*, „Psychological Review”, vol. 80.
- Kamela-Sowińska A., 1996, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa.
- Karniouchina E., Moore W., Cooney K., 2009, *Impact of Mad Money Stock Recommendations: Merging Financial and Marketing Perspectives*, „Journal of Marketing”, vol. 73.
- Kasiewicz S., Mączyńska E., 1999, *Metody wyceny w bieżącej wartości przedsiębiorstwa*, [w:] A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
- Keasler T., McNeil C., 2010, *Mad Money stock recommendations: Market reaction and performance*, „Journal of Economics and Finance”, vol. 34, no. 1.
- Keller J., Pastusiak R., 2016, *Rekomendacje inwestycyjne a realia gospodarcze: nadmierny optymizm wśród analityków giełdowych*, „Ekonomista”, t. 6.
- Kelly K., Low B., Tan H., Tan S., 2012, *Investors' Reliance on Analysts' Stock Recommendations and Mitigating Mechanisms for Potential Overreliance*, „Contemporary Accounting Research”, vol. 29, no. 3.
- Kodeks Dobrej Praktyki Domów Maklerskich.
- Konopko Ł., Kokolus E., *Sprawność rekomendacji domów maklerskich*, XVII Międzynarodowa konferencja studenckich kół naukowych w Opolu, <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/raport-sprawdzalnosc-rekomendacji-domow-maklerskich,strategie-inwestycyjne,23802> [dostęp: 9.11.2016].
- Kumar Y., Chaturvedula C., Rastogi N., Bang N., 2009, *Impact of Analyst Recommendations on Stock Prices*, „The Icfai Journal of Applied Finance”, vol. 15, no. 4.
- Lidén E., 2005, *Essays on Information and Conflicts of Interest in Stock Recommendations*, Göteborg University – doctoral thesis.
- Lidén E., 2007, *Swedish Stock Recommendations: Information Content or Price Pressure?*, „Multinational Finance Journal”, vol. 11, no. 3/4.
- Lin W., Chen P., Chen S., 2011, *Stock characteristics and herding in financial analyst recommendations*, „Applied Financial Economics”, vol. 21.
- Liu P., Smith D., Syed A., 1990, *Stock Price Reactions to The Wall Street Journal's Securities Recommendations*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 25, no. 3.
- Loh R., Stulz R., 2011, *When Are Analyst Recommendation Changes Influential?*, „The Review of Financial Studies”, vol. 24, no. 2.
- Lustgarten S., Tang C., 2008, *Analysts' Heterogeneous Earnings Forecasts and Stock Recommendations*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance”, vol. 23.

- Maddala G., 2006, *Ekonometria*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- McCarthy G., Healy R., 1971, *Valuating a company. Practices and producers*, The Ronald Press Company, New York.
- Meitner M., 2006, *The market approach to comparable company valuation*, ZEW Economic Studies, Heidelberg, vol. 35.
- Metghalchi M., Pinho A., Sarmiento A., 2014, *The efficiency of emerging capital markets: The case of Poland*, „The Journal of Prediction Markets”, vol. 8, no. 1.
- Michaely R., Womack K., 2002, *Brokerage Recommendations: Stylized Characteristics, Market Responses, and Biases*, „Cornell University Working Paper”, January.
- Mielcarz P., 2015, *Główne cechy rekomendacji a zmiany cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 73.
- Mielcarz P., 2016, *Krótkookresowy wpływ rekomendacji na rynek giełdowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Mielcarz P., Podgórski B., 2008, *Wpływ negatywnych i neutralnych rekomendacji na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu na GPW w latach 2005–2006*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, nr 7.
- Mielcarz P., Podgórski B., Waremczuk P., 2007, *Positive recommendations and abnormal returns in the Warsaw Stock Exchange in 2005–2006*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *The problems of company value management*, Publishing House Print Group Daniel Krzanowski, Szczecin.
- Mikhail M., Walther B., Willis R., 2007, *When Security Analysts Talk, Who Listens?*, „The Accounting Review”, vol. 82, no. 5.
- Miles R., 1984, *Basic business appraisal*, John Wiley & Sons, New York.
- Milewski R., 2000, *Podstawy ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Miller M., Modigliani F., 1961, *Dividend policy, growth and valuation of shares*, „The Journal of Business”, vol. 34, no. 4.
- Mokoaleli-Mokoteli T., Taffler R., Agarwal V., 2009, *Behavioural Bias and Conflicts of Interest in Analyst Stock Recommendations*, „Journal of Business Finance & Accounting”, vol. 36, no. 3 & 4.
- Muslu V., Xue Y., 2013, *Analysts' Momentum Recommendations*, „Journal of Business Finance & Accounting”, vol. 40, no. 3 & 4.
- Nelson K., Price R., Rountree B., 2013, *Are Individual Investors Influenced by the Optimism and Credibility of Stock Spam Recommendations?*, „Journal of Business Finance & Accounting”, vol. 40, no. 9 & 10.
- Ozerturk S., 2007, *Stock recommendation of an analyst who trades on own account*, „RAND Journal of Economics”, vol. 38, no. 3.
- Palmon D., Yezegel A., 2011, *Analysts' Recommendation Revisions and Subsequent Earnings Surprises: Pre- and Post-Regulation FD*, „Journal of Accounting, Auditing & Finance”, vol. 26, no. 3.
- Panchenko V., 2007, *Impact of Analysts' Recommendations on Stock Performance*, „The European Journal of Finance”, vol. 13, no. 2.
- Panfil M., 2009, *Wycena biznesu w praktyce. Metody. Przykłady*, Poltext, Warszawa.

- Panfil M., 2011, *Wycena przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych*, [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa.
- Pastusiak R., Keller J., 2013, *The structure of stock exchange recommendations in Poland in the context of anchoring effect and excessive optimism*, „Journal of Economics, Business and Management”, vol. 1, no. 3.
- Peterson D., 1987, *Security price reactions to initial reviews of common stock by the Value Line investment survey*, „Journal of Financial Quantitative Analysis”, vol. 22, no. 4.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., 2008, *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Powszechne krajowe zasady wyceny (PKZW). Krajowy standard wyceny specjalistycznej pt. „Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw”.
- Prusak B., 2010, *Analiza skuteczności rekomendacje giełdowe na GPW w Warszawie*, „Przegląd Organizacji”, vol. 11.
- Prusak B., 2015, *Wielokryterialna analiza rekomendacji giełdowych*, CeDeWu, Warszawa.
- Pyka I., 2010, *Rynek finansowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice.
- Raport z działalności domów maklerskich i biur maklerskich w 2007 r., Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2008.
- Rączka P., 2009, *Wycena spółki metodą rynkową na przykładzie Stokk S.A.*, [w:] M. Panfil, *Wycena biznesu w praktyce. Metody. Przykłady*, Poltext, Warszawa.
- Reinganum M., 1983, *Misspecification of capital asset pricing – empirical anomalies based on earning market yields and market values*, „Journal of Financial Economics”, vol. 9, no. 1.
- Rekomendacja Domu Maklerskiego Banku BZW BK dotycząca spółki Alior Bank. Data wykonania 27 czerwca 2016.
- Rekomendacja Domu Maklerskiego Banku mBank dotycząca spółki CD Project. Data wykonania 26 stycznia 2017.
- Rekomendacja Domu Maklerskiego Banku PKO BP dotycząca spółki Forte. Data wykonania 22 lipca 2016.
- Rekomendacja Domu Maklerskiego Banku Raiffeisen dotycząca spółki ABG Spin. Data wykonania 26 marca 2000.
- Rekomendacja Domu Maklerskiego BDM dotycząca spółki Agora. Data wykonania 13 marca 2017.
- Rekomendacja Domu Maklerskiego BDM dotycząca spółki Lotos. Data wykonania 23 listopada 2012.
- Rekomendacja Domu Maklerskiego UniCredit dotycząca spółki Getin Nobel Bank. Data wykonania 9 grudnia 2013.
- Reuters: „Libor collusion was rife, culture went right to the top”, publikacja z 7 sierpnia 2012.
- Rountree B., 2009, *Discussion of Behavioural Bias and Conflicts of Interest in Analyst Stock Recommendations*, „Journal of Business Finance & Accounting”, vol. 36, no. 3 & 4.
- Ryan P., 2006, *Value of Analysts' Investment Recommendations: Evidence from the Irish Stock Market*, „Irish Journal of Management”, vol. 26, no. 2.

- Salva C., Sonney F., 2011, *The Value of Analysts' Recommendations and the Organization of Financial Research*, „Review of Finance”, vol. 15.
- Schlumpf P., Schmid M., Zimmermann H., 2008, *The First- and Second-Hand Effect of Analysts' Stock Recommendations – Evidence from the Swiss Stock Market*, „European Financial Management”, vol. 14, no. 5.
- Schuster T., 2003, *Fifty-Fifty. Stock Recommendations and Stock Prices. Effects and Benefits of Investment Advice in the Business Media*, „Leipzig University Working Paper”, March.
- Shleifer A., Vishy R., 1986, *Large shareholders and corporate control*, „Journal of Political Economy”, vol. 3.
- Singer N., Laser S., Dreher F., 2013, *Published stock recommendations as investor sentiment in the near-term stock market*, „Empirical Economics”, vol. 45, no. 3.
- Sójka T., 2010, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Wydawnictwo LEX, Warszawa.
- Stickel S., 1995, *The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations*, „Financial Analysts Journal”, vol. 51, no. 5.
- Sudarsanam S., 1998, *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa.
- Szczepankowski P., 2007, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Theissen E., Zaeherers M., 2012, *The price pressure hypothesis revisited: Evidence from tax-induced selling*, AFFI Conference, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2083608 [dostęp: 11.10.2016].
- Thiel S., 2010, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Toffler A., 1986, *Trzecia Fala*, PIW, Warszawa.
- Toshino M., Suto M., *Cognitive Biases of Japanese Institutional Investors: Consistency with Behavioral Finance*, 12th Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets December 17–18, 2004, National Sun Yat-sen University, Kaohsiung, Taiwan.
- Walker M., Hatfield G., 1996, *Professional Stock Analysts' Recommendations: Implications for individual investors*, „Financial Services Review”, vol. 5, no. 1.
- Wanyama R., Melo S., 2008, *A Survey on Analysts' Stock Recommendations: Are They Really Useful?*, „University of Neuchatel Working Paper”, December.
- Westphal J., Clement M., 2008, *Sociopolitical dynamics in relations between top managers and security analysts: Favor rendering, reciprocity, and analyst stock recommendations*, „Academy of Management Journal”, vol. 51, no. 5.
- Wieczorkowska G., 2003, *Statystyka. Wprowadzenie do analizy danych sondażowych i eksperymentalnych*, Scholar, Warszawa.
- Wiersema M., Zhang Y., 2011, *CEO Dismissal: The role of investment analysts*, „Strategic Management Journal”, vol. 32.
- Womack K., 1996, *Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?*, „Journal of Finance”, vol. LI, no. 1.
- Wośko Z., 2006, *Wpływ zmian na rynkach finansowych na przebieg wahań koniunkturalnych w Polsce* (praca doktorska).

- Zaniewska H., 2007, *Market efficiency of Warsaw Stock Exchange after European Union Accession*, rozprawa doktorska, University of Amsterdam, Amsterdam.
- Zaremba A., Konieczka P., 2014, *Skuteczność rekomendacji maklerskich na polskim rynku akcji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803: Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 66.
- Zaremba A., Konieczka P., 2015, *The profitability of following analyst recommendations in the Polish Stock Market*, „e-Finanse”, vol. 11, no. 1.
- Zarzecki D., 1999, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa.
- Zarzecki D., Matecki T., 2006, *Rekomendacje biur maklerskich – próba analizy*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Zasady etyki zawodowej maklerów i doradców.
- Zielonka P., 2008, *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku kapitałowym*, CeDeWu.PL, Warszawa.

Akty prawne

- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, Dz.U. 2005, nr 206, poz. 1715.
- Ustawa z 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny, Dz.U. 1964, nr 16, poz. 93 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 12 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2015, poz. 1260.
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. 2015, poz. 238.
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. 2006, nr 157, poz. 1119.
- Ustawa z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych, Dz.U. 2000, nr 103, poz. 1099.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1537.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2005, nr 184, poz. 1539.
- Ustawa z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2015, poz. 73.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037.

Źródła internetowe

- <http://infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/rekomendacje/1> [dostęp: 12.06.2017].
- http://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynku_kapitalowego/domy_maklerskie [dostęp: 14.07.2017].
- https://bip.knf.gov.pl/pliki/kary_KNF_chronologicznie_tcm6-65884.pdf [dostęp: 14.07.2017].
- <https://stooq.pl/> [dostęp: 15.08.2017].

<https://www.bankier.pl/gielda/rekomendacje> [dostęp: 12.06.2017].

<https://www.cnbc.com/mad-money/> [dostęp: 14.07.2017].

<https://www.gpw.pl/historia> [dostęp: 12.02.2017].

https://www.gpw.pl/wazne_daty [dostęp: 12.02.2017].

https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/KNF_forex_2_07_2013.pdf [dostęp: 6.10.2017].

https://www.knf.gov.pl/regulacje/regulacje_prawne/Akty_prawne/index.html [dostęp: 12.02.2017].

<https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm> [dostęp: 22.05.2017].

<https://www.stockwatch.pl/rekomendacje/> [dostęp: 12.06.2017].

Spis tabel, rysunków i wykresów

Tabela 1.1.	Typy rekomendacji wystawiane przez zarejestrowane przez KNF podmioty świadczące usługi maklerskie	47
Tabela 1.2.	Rodzaje standardów wartości stosowanych w wycenie przedsiębiorstw	57
Tabela 1.3.	Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa	59
Tabela 1.4.	Porównanie wad i zalet metod rynkowych i metody DCF	64
Tabela 2.1.	Kryteria doboru portfeli przy badaniach nt. skuteczności rekomendacji	104
Tabela 3.1.	Typy komunikatów wystawionych w badanej zbiorowości rekomendacji oraz ich grupowanie	123
Tabela 3.2.	Ilość badanych rekomendacji według typu	136
Tabela 3.3.	Struktura rekomendacji względem najczęściej publikujących domów maklerskich	138
Tabela 3.4.	Struktura rekomendacji w poszczególnych latach	141
Tabela 3.5.	Struktura rekomendacji według sektorów	144
Tabela 3.6.	Najczęściej wykorzystywane horyzonty badawcze w analizie rekomendacji	148
Tabela 3.7.	Średni BHAR w horyzoncie do 10 sesji od publikacji rekomendacji pozytywnej	150
Tabela 3.8.	Średni BHAR w horyzoncie do 10 sesji od publikacji rekomendacji negatywnej	151
Tabela 3.9.	Średni BHAR w horyzoncie do 10 sesji od publikacji rekomendacji neutralnej	153
Tabela 3.10.	Model wpływu rekomendacji o różnym wydźwięku na reakcję rynku w perspektywie $t+10$	156
Tabela 3.11.	Model determinant zgodnej reakcji rynkowej z sygnałem rekomendacji w horyzoncie $t+10$ (grupa pozytywna)	157
Tabela 3.12.	Model determinant zgodnej reakcji rynkowej z sygnałem rekomendacji w horyzoncie $t+10$ (grupa negatywna)	161

Rysunek 3.1. Schemat przeprowadzenia badania i weryfikacji hipotez	121
Wykres 3.1. Struktura rekomendacji według komunikatu	136
Wykres 3.2. Struktura rekomendacji według ujednoliconego typu	137
Wykres 3.3. Liczba rekomendacji publikowanych przez poszczególne domy maklerskie z podziałem na ich rodzaj	140
Wykres 3.4. Ilość rekomendacji publikowanych w poszczególnych latach według ich typu	142
Wykres 3.5. Notowania indeksu WIG od 1.01.2005 do 31.12.2016 (w pkt)	143
Wykres 3.6. Ilość rekomendacji publikowanych w poszczególnych branżach	145
Wykres 3.7. Wysokość średnich BHAR w horyzoncie $t+10$ (rekomendacje pozytywne)	150
Wykres 3.8. Wysokość średnich BHAR w horyzoncie $t+10$ (rekomendacje negatywne)	152
Wykres 3.9. Wysokość średnich BHAR w horyzoncie $t+10$ (rekomendacje neutralne)	154