

# Analiza skuteczności rekomendacji giełdowych na GPW w Warszawie

<https://doi.org/10.33141/po.2010.11.08>

Przeład Organizacji, Nr 11 (850), 2010, ss. 31-34

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

Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

*Błażej Prusak*

## Wprowadzenie

**R**ekomendacje giełdowe wydawane przez instytucje finansowe powinny stanowić istotną pomoc i wskazówkę dla inwestorów, w szczególności indywidualnych, w procesie podejmowania przez nich decyzji inwestycyjnych. W rzeczywistości pojawia się jednak wiele wątpliwości co do ich wiarygodności i skuteczności. Za przykład można podać rekomendację wydaną przez analityka UniCredit Roberta Rethy'ego, który to w raporcie stwierdził, że z ponad 50-proc. prawdopodobieństwem przedsiębiorstwo Lotos nie przetrwa w obecnej strukturze oraz dodał, że nie potrafi wycenić akcji Lotosu i w rubryce dla ceny wstawił wartość zero<sup>1)</sup>. Wywołało to wiele kontrowersji – zarówno wśród zarządu spółki, jak i Ministerstwa Skarbu, a sprawą tą zajęła się Komisja Nadzoru Finansowego. Powyższy przypadek pokazał, że krzywdzące i mocno chybione rekomendacje mogą zachwiać kursem akcji na rynku giełdowym i zarazem sytuacją finansową danej spółki.

Wśród inwestorów i analityków panują różne poglądy dotyczące skuteczności i wiarygodności wydawanych przez instytucje finansowe rekomendacji. Część inwestorów sądzi, że rekomendacje nie mają charakteru obiektywnego i w wielu przypadkach służą interesom instytucji finansowych, zatrudniających analityków sporządzających raporty finansowe<sup>2)</sup>. Można spotkać się również z zarzutami, że niektóre raporty rekomendacyjne ujawniane są wybranym osobom (np. klientom strategicznym) kilka dni po ich sporządzeniu, ale przed podaniem ich do publicznej wiadomości<sup>3)</sup>. Ponadto są osoby, które reprezentują pogląd, że instytucje finansowe częściej wydają rekomendacje typu „kupuj”, gdyż chcą mieć dobre relacje ze spółkami<sup>4)</sup>. Z drugiej jednak strony, analitycy odpierają zarzuty i uważają, że większość raportów rekomendacyjnych przygotowywana jest w dobrej wierze<sup>5)</sup>. Niemniej jednak lepiej traktować je jako opinie i pewne wskazówki, a nie jako bezkrytyczne narzędzie do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Każdy raport rekomendacyjny uwzględnia bowiem subiektywne osądy analityka co do przyszłej kondycji finansowej spółki, która to uzależniona jest od prognoz makroekonomicznych i branżowych. Inne postrzeganie przyszłych zjawisk ekonomicznych przez różnych analityków skutkuje przyjęciem różnorodnych założeń, co w konsekwencji może wiązać się z uzyskaniem rozbieżnych zaleceń rekomendacyjnych.

Mając za zadanie sprawdzenie powyższych argumentów, przemawiających za i przeciw wykorzystaniu przez inwestorów rekomendacji giełdowych w procesach inwestycyjnych, autor niniejszego artykułu podjął się weryfikacji następującej hipotezy badawczej:

**Bazowanie wyłącznie na rekomendacjach giełdowych przyczynia się do uzyskania wyższej skuteczności doboru akcji do portfela inwestycyjnego w porównaniu do ich losowego doboru.**

W celu weryfikacji powyższej hipotezy przeprowadzono badania na próbie 766 rekomendacji giełdowych typu „kupuj” i „sprzedaj” wydanych w roku 2009 i dostępnych w portalu finansowym Bankier.pl.

## Charakterystyka rekomendacji giełdowych

**D**efinicje, minimalne wymagania co do treści oraz upublicznienia rekomendacji zawarte są w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców<sup>6)</sup> (zwane dalej rozporządzeniem). Zgodnie z tym rozporządzeniem „rekomendacjami są raporty, analizy lub innego rodzaju informacje, zalecające lub sugerujące, 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 sporządzone przez wskazane w powyższym akcie prawnym jednostki (w szczególności chodzi tutaj o niezależnych analityków, firmy rekomendujące, instytucje kredytowe zajmujące się sporządzaniem rekomendacji – przypis autora) i przeznaczone do dystrybucji za pośrednictwem kanałów dystrybucji rekomendacji lub przekazywane do publicznej wiadomości” (rozdział 2, par. 3 rozporządzenia). Raport rekomendacyjny powinien zawierać wymagane wyżej wymienionym aktem prawnym dane, wśród których do najważniejszych należą (rozdział 2, par. 4–8 rozporządzenia):

■ Informacje identyfikujące rekomendującego – nazwa oraz siedziba podmiotu odpowiedzialnego za sporządzenie rekomendacji, a także imię, nazwisko osoby sporządzającej rekomendację wraz z zaznaczeniem posiadanego przez nią tytułu zawodowego.

■ Nazwa podmiotu sprawującego nadzór nad instytucją rekomendującą. W polskich warunkach jest to Komisja Nadzoru Finansowego.



- Data sporządzenia rekomendacji.
- Określenie kręgu adresatów.
- Wyjaśnienie terminów wykorzystywanych podczas opracowania raportów rekomendacyjnych.
- Wykaz rekomendacji dotyczących określonego instrumentu finansowego, przedstawianych przez dany podmiot rekomendujący w ciągu ostatnich 6 miesięcy.
- Wskazanie silnych i słabych stron zastosowanych metod wyceny instrumentów finansowych.
- Wzmianka ukazująca zapewnienie rekomendującego o działaniu z należytą starannością oraz rzetelnością przy sporządzaniu rekomendacji, a także wskazanie, czy i w jakim zakresie ponosi on odpowiedzialność za działania zgodne z rekomendacją.
- Informacje o ewentualnych powiązaniach podmiotu rekomendującego z analizowaną spółką.
- Fakty oraz źródła informacji, na których oparta jest rekomendacja.
- Przewidywania, prognozy, projekcje finansowe oraz poczynione przy ich sporządzaniu założenia dotyczącego danego instrumentu finansowego.

W raporcie rekomendacyjnym należy zastosować co najmniej dwie metody wyceny instrumentu finansowego. W praktyce do wyceny cen akcji stosowane są: metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metoda porównawcza. W metodzie porównawczej analityk określa sposób doboru spółek porównywalnych do ocenianej oraz wskaźniki rynkowe, jakie wykorzystał on podczas analizy. Ostateczne ustalenie ceny docelowej następuje poprzez wyznaczenie średniej ważonej z obydwu wycen, przy czym nie istnieją z góry narzucone standardy nadawania wag powyższym metodom wyceny. Oznacza to, że część analityków równo traktuje obydwie metody i nadaje im jednakowe wagi, podczas gdy inni preferują określony rodzaj metody, przypisując jej większą wagę.

Na podstawie porównania ceny docelowej, czyli ustalonej za pomocą wyceny z obecną ceną rynkową analizowanego podmiotu, rekomendujący określają zalecenia. W warunkach polskich nie istnieją standardy nadawania określonych nazw dla zaleceń. Dlatego często instytucje rekomendujące stosują różne nazewnictwo co do wydawanych zaleceń. Uniwersalnymi i jednoznacznymi rodzajami rekomendacji są „kupuj” i „sprzedaj”. Często stosowaną formą jest również „trzymaj”. Można jednak spotkać się z innymi nazwami charakterystycznymi wyłącznie dla określonych instytucji rekomendujących, tj.: „ponad rynek”, „powyżej rynku”, „akumuluj”, „redukuj”, „tak jak rynek”, „neutralnie”, „niedoważaj”, „poniżej rynku” i inne. W każdym przypadku rekomendujący musi wyjaśnić, jakie stosuje nazewnictwo zaleceń i na jakiej podstawie dany rodzaj rekomendacji jest wydawany.

Kolejną ważną informacją zawartą w rekomendacji stanowi horyzont czasowy jej obowiązywania. Określa on, jak długo wydana przez instytucję rekomendacja ma obowiązywać, w jakim okresie można się spodziewać realizacji scenariusza przyjętego w wydanym raporcie. W raportach można spotkać trzy rodzaje horyzontów czasowych, tj. krótkoterminowy, średnioterminowy, długoterminowy, przy czym dominuje ten drugi. Krótkoterminowy horyzont inwestycyjny oznacza przeważnie, że rekomendacja jest aktualna w terminie nie dłuższym niż 3 miesiące, chyba że zostanie zmieniona. Średnio-

terminowy horyzont inwestycyjny oznacza przeważnie, że rekomendacja jest aktualna w terminie nie dłuższym niż 6 miesięcy, chyba że zostanie zmieniona. Długoterminowy horyzont inwestycyjny oznacza przeważnie, że rekomendacja jest aktualna w terminie nie dłuższym niż rok, chyba że zostanie zmieniona<sup>7)</sup>.

Rekomendacje inwestycyjne powinny być utajnione do momentu ich rozpowszechnienia (par. 11 rozporządzenia). Respektowanie tego przepisu jest niekiedy poddawane w wątpliwość przez inwestorów, gdyż można czasami zauważyć, że popyt na akcje rekomendowanej spółki zmienia się zgodnie z zaleceniem rekomendacji krótko przed jej upublicznieniem.

### Analiza empiryczna skuteczności rekomendacji giełdowych na polskim rynku akcji

**W** celu weryfikacji hipotezy postawionej we wstępie, przeprowadzono badania na próbie rekomendacji prezentowanych na portalu finansowym Bankier.pl i wydanych w roku 2009<sup>8)</sup>. Do próby badawczej dobrano wyłącznie rekomendacje „kupuj” i „sprzedaj”, gdyż ich przekaz dla odbiorców jest jednoznaczny. W przypadku, gdy po jakimś czasie pojawiały się nowe rekomendacje wydawane przez tę samą instytucję i bazujące na tej samej cenie docelowej, do próby badawczej przyjmowano wyłącznie rekomendację wydaną najwcześniej. Po przeprowadzeniu wstępnej selekcji liczba rekomendacji poddanych analizie wyniosła 766, z czego 500 miało zalecenie „kupuj”, a 266 „sprzedaj”. Spośród wszystkich rekomendacji tylko jedna rekomendacja została wydana dla długoterminowego horyzontu inwestycyjnego, a pozostałe miały charakter średnioterminowy.

Podczas przeprowadzanej analizy przyjęto, że rekomendacja jest skuteczna wówczas, gdy:

- dla zalecenia typu „kupuj” cena rynkowa danej akcji na koniec horyzontu inwestycyjnego<sup>9)</sup> (dla horyzontu średnioterminowego po okresie 6 miesięcy, a dla horyzontu długoterminowego po okresie 1 roku od daty wydania rekomendacji) jest wyższa od ceny rynkowej tej akcji z dnia wydania rekomendacji;
- dla zalecenia typu „sprzedaj” cena rynkowa danej akcji na koniec horyzontu inwestycyjnego (dla horyzontu średnioterminowego po okresie 6 miesięcy, a dla horyzontu długoterminowego po okresie 1 roku od daty wydania rekomendacji) jest niższa od ceny rynkowej tej akcji z dnia wydania rekomendacji.

Tak przeprowadzona analiza daje jedynie odpowiedź co do poprawności kierunku wydawanych rekomendacji, nie uwzględnia jednak stóp zwrotu, jakie inwestor mógłby uzyskać, posługując się wyłącznie zaleceniami instytucji rekomendujących. Ponadto tego typu badanie nie daje odpowiedzi na pytanie, jak wyceny akcji ukazane w raportach rekomendacyjnych odchyłały się w relacji do cen rynkowych akcji uzyskanych na koniec danego horyzontu inwestycyjnego.

Przeprowadzając analizę założono, że losowy dobór akcji do portfela inwestycyjnego charakteryzuje się 50-proc. skutecznością. Z tego wynika, że posługiwanie się rekomendacjami da lepszy wynik od losowego w sytuacji, gdy skuteczność ich będzie wyższa od 50%. Do celu analizy przyjęto kryteria oceny skuteczności rekomendacji giełdowych, które zostały zaprezentowane w tabeli 1.

Na podstawie przeprowadzonych obliczeń uzyskano wyniki, które zostały zaprezentowane w tabeli 2.

Tab. 1. Kryteria oceny skuteczności rekomendacji giełdowych

Ocena skuteczności rekomendacji giełdowych	Procent poprawnych zaleceń rekomendacyjnych
Bardzo dobra	(90%; 100%>
Dobra	(80%; 90%>
Umiarkowana	(70%; 80%>
Słaba	(60%; 70%>
Bardzo słaba	(50%; 60%>
Poniżej losowego i równa losowemu	<0%; 50%>

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 2. Wyniki analizy skuteczności zaleceń rekomendacyjnych

Rekomendacje typu „kupuj”	Liczba poprawnych zaleceń	418	Procent poprawnych zaleceń	83,6
	Liczba niepoprawnych zaleceń	82	Procent niepoprawnych zaleceń	16,4
	Suma	500	Suma	100
Rekomendacje typu „sprzedaj”	Liczba poprawnych zaleceń	87	Procent poprawnych zaleceń	32,71
	Liczba niepoprawnych zaleceń	179	Procent niepoprawnych zaleceń	67,29
	Suma	266	Suma	100
Rekomendacje typu „kupuj” oraz „sprzedaj”	Liczba poprawnych zaleceń	505	Procent poprawnych zaleceń	65,93
	Liczba niepoprawnych zaleceń	261	Procent niepoprawnych zaleceń	34,07
	Suma	766	Suma	100

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki uzyskane na podstawie przeprowadzonych badań pokazują, że skuteczność wszystkich rekomendacji jest powyżej wartości losowej i wynosi 65,93%. Na tej podstawie można przyjąć postawioną we wstępie hipotezę badawczą, tj.: **Bazowanie wyłącznie na rekomendacjach giełdowych przyczynia się do uzyskania wyższej skuteczności doboru akcji do portfela inwestycyjnego w porównaniu do ich losowego doboru.** Niemniej jednak skuteczność zaleceń rekomendacyjnych należy ocenić jako słabą. Analizując strukturę rekomendacji, można zauważyć, że wydano znacznie więcej zaleceń typu „kupuj”, a ich skuteczność jest znacznie wyższa od zaleceń typu „sprzedaj”. Dla rekomendacji o charakterze „sprzedaj” procent poprawnych zaleceń jest znacznie niższy od losowego. Uzasadnieniem takiego wyniku częściowo może być to, że od lutego roku 2009 indeks WIG jest w trendzie wzrostowym. Z drugiej jednak strony, każdy analityk, sporządzając raport rekomendacyjny, bierze pod uwagę prognozy dotyczące danych makroekonomicznych oraz branżowych i uwzględnia je podczas wyceny akcji.

### Podsumowanie

**Z**agadnienie dotyczące oceny skuteczności rekomendacji giełdowych stanowi istotny obszar naukowy, który dotychczas w warunkach polskich został w niewielkim stopniu zbadany.

Zaprezentowane w niniejszym artykule wyniki badań należy uznać za wstępne, gdyż dotyczą wyłącznie rekomendacji wydanych w jednym roku kalendarzowym. Niemniej jednak pokazały one niską skuteczność wydawanych zaleceń rekomendacyjnych, choć wyższą od wartości, jaką można by uzyskać podczas losowego doboru akcji do portfela inwestycyjnego. Dalsze kierunki badań nad tym obszarem badawczym mogą być poszerzone o następujące zagadnienia:

- sprawdzenie, jak wartości wycen akcji prezentowanych w raportach rekomendacyjnych odchylają się od cen rynkowych w założonych przez analityka horyzontach czasowych;
- zbadanie, która z metod wyceny akcji zastosowana w raportach rekomendacyjnych – dochodowa, porównawcza, średnia ważona z wyżej wymienionych daje wyniki bliższe wartości rynkowej akcji w badanym horyzoncie czasowym;
- określenie, czy sytuacja rynkowa ma istotny wpływ na skuteczność zaleceń rekomendacyjnych. Można przypuszczać, że w okresach charakteryzujących się wyższą zmiennością cen akcji, a co się z tym wiąże i wyższym ryzykiem, skuteczność rekomendacji maleje. Można również domniemywać, że skuteczność ta maleje w okresach zmiany trendu;
- opracowanie metodologii i prezentowanie klasyfikacji instytucji bądź osób rekomendujących według kryterium skuteczności prezentowanych przez nie zaleceń rekomendacyjnych;



● sprawdzenie, czy informacje zawarte w raportach rekomendacyjnych przekazywane są wybranym osobom, zanim zostaną one podane do publicznej wiadomości. Analizę taką można przeprowadzić, badając zmienność cen i obrotów rekomendowanych akcji krótko przed i po upublicznieniu zaleceń rekomendacyjnych.

Podsumowując niniejszy artykuł, należy stwierdzić, że raporty i zalecenia rekomendacyjne należy traktować jako dodatkowe źródło informacji w procesie podejmowania decyzji o doborze portfela inwestycyjnego i ze względu na ich niską skuteczność nie zaleca się wyłącznego bazowania na nich w procesach inwestycyjnych.

*dr Błażej Prusak*

Katedra Analizy Ekonomicznej i Finansów  
Wydział Zarządzania i Ekonomii  
Politechniki Gdańskiej

#### PRZYPISY

<sup>1)</sup> Zob. np. <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,33181,5981730.html> (data pobrania: 15.07.2010).

<sup>2)</sup> Zob. np. *Czy warto korzystać z rekomendacji analityków?*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Czy-warto-korzystac-z-rekomendacji-analitykow-1889636.html> (data pobrania: 21.07.2010).

<sup>3)</sup> Zob. np. *Blaski i cienie rekomendacji giełdowych*, <http://inwestuje.pl/ciekawe-artykuly/blaski-i-cienie-rekomendacji-gieldowych/> (data pobrania: 13.07.2010); J. NOWAK, *Giełdowe rekomendacje, prognozy cen akcji – wierzyć czy nie?*, <http://www.ofertykredyty.pl/gieldowe-rekomendacje-prognozy-cen-akcji.html> (data pobrania: 10.07.2010); G. NOWAK, *Rekomendacje inwestycyjne. Fakty i mity*, <http://www.amerbroker.pl/?go=content&action=show&id=82> (data pobrania: 15.07.2010).

<sup>4)</sup> Zob. *Czy warto korzystać z rekomendacji analityków?*, op. cit.

<sup>5)</sup> *Czy warto korzystać z rekomendacji analityków?*, op. cit. oraz K. ŻELAZEK, *Kupuj, sprzedaj, akumuluj*, [http://www.rp.pl/artykul/274310,311724\\_Kupuj\\_\\_sprzedaj\\_\\_akumuluj.html](http://www.rp.pl/artykul/274310,311724_Kupuj__sprzedaj__akumuluj.html) (data pobrania: 12.07.2010).

<sup>6)</sup> Rozporządzeniu 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.

<sup>7)</sup> Zob. <http://www.bankier.pl/narzedzia/rekomendacje/help/index.html?haslo=HORYZONT> (data pobrania: 15.07.2010).

<sup>8)</sup> Zob. <http://www.bankier.pl/inwestowanie/gielda/narzedzia/rekomendacje/index.html> (data pobrania: 10.07.2010).

<sup>9)</sup> Archiwalne informacje o cenach akcji zostały pozyskane z portalu finansowego Money.pl. Zob. <http://www.money.pl/gielda/archiwum/latami/> (data pobrania: 10.07.2010).

#### Summary

The key argument of this article is the analysis of stock recommendations efficiency on Warsaw Stock Exchange. In the first part the legal requirements of preparing stock recommendations in Poland are presented. Next, the most important details of a recommendation report are described. The crucial part of this publication is the presentation of the results of the research on the efficiency of stock recommendations on the Warsaw Stock Exchange. The author has analysed 766 stock recommendations („buy” and „sell”) published in 2009 which are available through the Polish financial portal Bankier.pl.