

Rafał Czyżycki

Marka instytucji finansowych a jakość udzielanych rekomendacji giełdowych

Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu 31, 155-166

2013

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

RAFAŁ CZYŻYCKI¹
Uniwersytet Szczeciński

MARKA INSTYTUCJI FINANSOWYCH A JAKOŚĆ UDZIELANYCH REKOMENDACJI GIEŁDOWYCH

Streszczenie

Skuteczne inwestowanie na rynku kapitałowym wiąże się z koniecznością nieustannego analizowania napływających na ten rynek różnego typu informacji. W przypadku inwestorów indywidualnych, traktujących giełdę papierów wartościowych jako dodatkowe źródło ochrony posiadanego kapitału i/lub jego ewentualnego pomnożenia, samodzielne pozyskiwanie informacji, ich analiza i wyciąganie właściwych wniosków może narażać na duże problemy i to zarówno ze względów czasowych, jak i koniecznego w tym zakresie profesjonalnego przygotowania. Rozwiązaniem w tym zakresie może być opieranie swoich strategii inwestycyjnych na przygotowanych i publikowanych przez instytucje finansowe rekomendacji szczególnie, że od momentu ich przygotowania i udostępnienia tylko własnym klientom do publicznej prezentacji upływa od jednego do dwóch tygodni. Instytucje finansowe traktują bowiem publikacje rekomendacji jako reklamę własnej działalności i od jakości przygotowanych rekomendacji zależy skuteczność takiej reklamy.

Słowa kluczowe: rekomendacje giełdowe, instytucje finansowe, informacja

Wprowadzenie

Najbardziej znaczącymi uczestnikami rynku finansowego są przedsiębiorstwa, instytucje finansowe i ubezpieczeniowe, jednostki samorządu terytorialnego oraz osoby fizyczne. Ze względu na wielkość zainwestowanego kapitału, cel inwestowania oraz poziom wiedzy na temat strategii i technik inwestycyjnych charakterystyczną grupą inwestorów są inwestorzy indywidualni. Inwestorzy indywidualni to przeważnie gospodarstwa domowe oraz małe średnie podmioty gospodarcze, dysponujące stosunkowo niewielkim kapitałem oraz niską

¹ rafal.czyzycki@wzieu.pl.

wiedzą dotyczącą sposobów inwestowania. Głównym motywem inwestowania czasowo wolnych środków staje się przede wszystkim chęć zabezpieczenia przed zmianą wartości pieniądza w czasie². W swoich decyzjach inwestycyjnych inwestorzy w pewnym zakresie próbują samodzielnie analizować napływające na rynek informacje i na ich podstawie podejmować określone decyzje inwestycyjne. Jednak zderzenie się z setkami danych, które w sposób ciągle napływają na rynek rodzi wiele problemów natury percepcyjnej.

Jednym z ważniejszych problemów jest oddzielenie od informacji bezwartościowych tych, które mają istotny wpływ na kształtowanie się kursu określonego waloru. Należy również mieć na uwadze występującą na rynku kapitałowym asymetrię informacji, zwłaszcza między tzw. inwestorami zewnętrznymi i inwestorami wewnętrznymi (insiderami). Innym problemem jest moment dyskontowania przez rynek określonej informacji. Bardzo często następuje to wcześniej niż moment podania oficjalnej informacji do publicznej wiadomości. Mówi się w tym zakresie o występującej na rynku kapitałowym asymetrii informacji. Jednocześnie należy również pamiętać o występującej asymetrii reakcji inwestorów na pojawiające się informacje, przejawiające się w zbyt dużej reakcji na informację negatywną i zbyt małej reakcji na informację pozytywną. Osobnym problemem jest określenie informacji, które mają istotny wpływ na wartość spółki (a przez to na określone reakcje inwestorów) i te, które takiego wpływu nie mają. Informacje te można podzielić na zewnętrzne, nie wynikające z działalności samej spółki (np. makroekonomiczne – wzrost PKB, stopa bezrobocia, inflacja), jak i wewnętrzne, np. ogłoszenie prognozy zysku, nowej emisji akcji, dokonania fuzji lub przejęcia, wypłaty dywidendy i jej wielkości itp. Źródłami takich informacji mogą być raporty dostarczane przez spółki inwestycyjne, rozmaite czasopisma poświęcone inwestowaniu, różnego typu opinie, a w przypadku niektórych małych spółek jedynym źródłem informacji może być sama spółka szczególnie, jeżeli dana spółka nie jest na tyle znacząca, aby informacje o niej pojawiły się w publikacjach lub raportach firm brokerskich³.

Powyższa mnogość problemów związanych z samodzielnym analizowaniem spółek giełdowych powoduje, że określonego znaczenia, zwłaszcza dla inwestorów indywidualnych, przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na-

² A. Wawiernia, I. Jonek-Kowalska, *Zarządzanie wartością i ryzykiem instrumentów rynku finansowego*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2009, s. 15.

³ F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, PWE, Warszawa 2001, s. 271.

bieżącą rekomendacje wydawane przez wyspecjalizowane w tym zakresie instytucje finansowe.

Rekomendacje giełdowe jako przedmiot badań naukowych

Znaczenie i wpływ analityków finansowych na funkcjonowanie rynków kapitałowych jest przedmiotem badań na rozwiniętych rynkach już od wielu lat. Najczęściej wskazuje się wpływ analityków finansowych na proces kształtowania się cen instrumentów finansowych poprzez wykrywanie różnic pomiędzy ceną bieżącą a ceną teoretyczną, jaką dany walor winien się charakteryzować i wydawaniu odpowiednich rekomendacji⁴. Wskazuje się tutaj na duże znaczenie analityków wydających odpowiednie rekomendacje w interpretowaniu informacji z różnych źródeł. Poprzez systematyczne analizowanie informacji korporacyjnych, sektorowych, makroekonomicznych, uczestnictwo w różnych konferencjach, analizę sprawozdań finansowych i prowadzenie różnego typu innych działań zmierzających do zdobycia informacji, a następnie ich zinterpretowanie i przygotowanie określonych rekomendacji, przyczyniają się oni do zmniejszenia występującej na rynku asymetrii informacji i poprawy jego efektywności. Wynika to przede wszystkim z faktu, że ich działania są szeroko rozpowszechniane przez media⁵. Z drugiej strony często wskazuje się na możliwość występowania próby pewnej manipulacji zachowaniami inwestorów na rynku, stronniczość, czy ewentualny konflikt interesów między wydającym rekomendacje analitykiem a zatrudniającą go instytucją finansową, której klientem może być podmiot będący przedmiotem wydawanej rekomendacji⁶.

Rekomendacje na polskim rynku kapitałowym.

W okresie 3.01.2006–31.08.2012, 66 różnych instytucji finansowych wydało 9049 różnego typu rekomendacji dotyczących podmiotów funkcjonujących

⁴ B. Barber, R. Lehavy, M. McNichols, B. Trueman, *Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns*, „The Journal of Finance” 2001, Vol. LVI, No. 2, April, s. 531–563, P.D. Easton, G.A. Sommers, *Effect of analysts' optimism on estimates of the expected rate of return implied by earnings forecasts*, „Journal of Accounting Research” 2007, Vol. 45, No. 5, December, s. 983–1015.

⁵ D. Palmon, A. Yezegel, *R & D Intensity and the value of analysts' recommendations*, „Contemporary Accounting Research” 2012, Vol. 29, No. 2, Summer, s. 621–654, N. Jegadeesh, J. Kim, S.D. Krische, C.M.C. Lee, *Analyzing the analysts: When do recommendations add value?*, „The Journal of Finance” 2004, Vol. LIX, No. 3, June, s. 1083–1124.

⁶ T. Mokoaleli-Mokoteli, R.J. Taffler, V. Agarwal, *Behavioural bias and conflicts of interest in analyst stock recommendations*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2009, Vol. 36 (3) & (4), April/May, s. 384–418, U. Malmendier, D. Shanthikumar, *Are investors naive about incentives?*, „Nber Working Paper Series”, <http://www.nber.org/papers/w10812>.

na polskim rynku kapitałowym⁷. 2933 rekomendacje miały charakter „kupuj”, 2318 „trzymaj”, 857 „neutralnie”, a 874 „sprzedaj”. Poza tym pojawiały się rekomendacje typu „akumuluj” (910), „przeważaj” (133), „niedoważaj”(91), „redukuj” (435), jak również takie, jak „dodawaj”, „unikaj”, „ponad rynek”, „poniżej rynku” itp. W tym okresie pojawiło się zatem 21 różnego typu rekomendacji, które są w rozmaity sposób interpretowane przez podmioty je wydające.

Z punktu widzenia inwestorów, zwłaszcza indywidualnych, opierających swoje decyzje inwestycyjne na takich rekomendacjach, istotne jest jednak to, że podmiot rekomendujący określone działanie najczęściej w swojej rekomendacji jednoznacznie wyjaśnia zastosowaną nomenklaturę. Przykładowo, Dom Maklerski PKO BP w przypadku rekomendacji „kupuj” zakłada 10% potencjał wzrostu rekomendowanej spółki, rekomendacji „trzymaj” zakłada potencjał wzrostu w przedziale od 0% do 10%, a w przypadku rekomendacji „sprzedaj” zakłada tylko spadkowy potencjał bez wskazywania jego wielkości.

Dom Maklerski Banku Millennium podaje zaś z kolei pięć różnych typów rekomendacji: „kupuj” w przypadku, gdy szacuje potencjał wzrostowy rekomendowanej spółki na ponad 20%, „akumuluj” w przypadku ponad 10% potencjału wzrostowego, „neutralnie”, jeżeli przewidywane są wahania kursu spółki w przedziale $\pm 10\%$, „redukuj” gdy zakłada spadek ponad 10% i „sprzedaj”, jeżeli przewidywany spadek może wynieść powyżej 20%. Przykładowe rekomendacje wraz z określeniem ich charakteru i czasu obowiązywania zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1

Charakterystyka wydawanych rekomendacji przez wybrane instytucje finansowe

Instytucja rekomendująca	Rodzaj rekomendacji	Potencjał zmian	Czas obowiązywania
DM PKO BP	kupuj	powyżej 10%	do 12 miesięcy lub zaktualizowania rekomendacji
	trzymaj	od 0 do 10%	
	sprzedaj	spadek bez określenia wielkości	
DI BRE	kupuj	wzrost co najmniej 15%	6–9 miesięcy lub zaktualizowania rekomendacji
	akumuluj	wzrost od 5% do 15%	
	trzymaj	zmiany w przedziale od -5% do 5%	
	redukuj	spadek od 5% do 15%	
	sprzedaj	spadek powyżej 15%	
DM BZ WBK SA	kupuj	powyżej 15%	do 12 miesięcy lub zaktualizowania rekomendacji
	trzymaj	od 0 do 15%	
	sprzedaj	spadek bez określenia wielkości	

⁷ Rekomendacje, <http://www.bankier.pl/inwestowanie/gielda/narzedzia/rekomendacje/index.html>.

Millennium DM SA	kupuj	wzrost co najmniej 20%	6–9 miesięcy lub zaktualizowana rekomendacji
	akumuluj	wzrost co najmniej 10%	
	neutralnie	zmiany w przedziale od -10% do 10%	
	redukuj	spadek od 10% do 20%	
	sprzedaj	spadek powyżej 20%	
AmberBrokers	kupuj	wzrost bez podania wielkości	6–12 miesięcy lub zaktualizowana rekomendacji
	trzymaj	wzrost bez podania wielkości	
	neutralnie	–	
	redukuj	spadek bez podania wartości	
	sprzedaj	spadek bez podania wartości	

Źródło: opracowanie własne.

Wśród spółek najczęściej będących przedmiotem wydawanych rekomendacji prym w omawianym okresie wiodzie PKO BP z 268 rekomendacjami, następnie TPSA z 260 rekomendacjami, PeKaO z 248 i PKN Orlen z 242 rekomendacjami. Powyżej 200 rekomendacji w omawianym okresie otrzymały jeszcze 4 spółki: KGHM, TVN, BRE i BZWBK. Instytucjami najczęściej wydającymi z kolei rekomendacje były: DI BRE Banku (1162 rekomendacje), Millennium DM (765) oraz IDMSA (752) – tabela 2.

Tabela 2

Struktura wydanych rekomendacji w okresie 3.01.2006–30.08.2012 w zależności od podmiotu rekomendowanego i rekomendującego

	DI BRE Banku	Millennium DM	IDM-SA	KBCS	UniCredit	DM PKO BP	Inne	Razem
Agora	27	15	19	26	6	14	84	191
Asseco Poland	17	11	18	18	14	5	48	131
BRE	1	31	9	13	18	14	128	214
Budimex	28	4	12	12	16	0	54	126
BZWBK	34	25	12	17	13	15	88	204
CEZ	9	0	0	7	10	0	108	134
Getin	12	10	7	13	13	10	42	107
Globe Trade Centre	15	3	5	19	14	9	55	120
Grupa Lotos	22	12	10	25	10	13	68	160
Handlowy	29	27	15	1	16	14	83	185
ING Bank Śląski	36	30	13	14	14	14	58	179
Kety	23	18	10	19	8	5	49	132
KGHM	19	14	11	26	24	14	134	242
Kredyt Bank	32	17	11	0	12	14	25	111
LPP	2	7	6	16	12	12	54	109
Millennium	37	0	13	12	14	15	85	176
MOL	1	0	0	18	12	0	98	129
NG2 / CCC	4	7	8	12	13	6	51	101
PBG	22	5	7	5	15	0	68	122
Pekao	27	26	12	19	0	14	150	248
PGNiG	31	11	11	19	14	16	67	169
PKN Orlen	25	11	8	23	18	14	146	245

PKO BP	36	28	10	19	15	1	161	270
Polimex								
Mostostal	30	5	13	8	16	12	74	158
TPSA	22	14	16	16	21	13	158	260
TVN	24	15	14	17	23	12	110	215
ZA Puławy	22	18	13	0	12	15	34	114
inne	575	401	469	296	243	278	2230	4497
Razem	1162	765	752	690	616	549	4510	9049

Źródło: opracowano na podstawie <http://www.bankier.pl/inwestowanie/gielda/narzedzia/rekomendacje/index.html>

Metodyka badania

Przedmiotem badania są tylko te rekomendacje, które sugerują podjęcie konkretnych działań przez inwestorów w celu ochrony zainwestowanego kapitału⁸ lub osiągnięcia dodatniej stopy zwrotu⁹. Dodatkowo, ze względu na charakter badań, uwzględnione zostały tylko te rekomendacje, w których wskazano konkretną cenę docelową. Przy takich założeniach przedmiotem analizy było 5325 rekomendacji (1455 rekomendacji sprzedaży i 3870 rekomendacji kupna). Wskaźnik trafności danej rekomendacji był obliczany dla 100 kolejnych notowań ($T=1,2,\dots,100$) po podaniu danej rekomendacji do publicznej wiadomości. Dla okresu „T” był wyznaczony według wzoru:

$$I_T = \begin{cases} 1 & \text{jeżeli } I_{T-1} = 1 \\ \frac{P_T - P_0}{P_{REK} - P_0} & \text{w pozostałych przypadkach} \end{cases}$$

gdzie: P_0 – kurs rekomendowanej akcji w dniu wydania rekomendacji,

P_T – kurs zamknięcia rekomendowanej akcji po „T” sesjach od wydania rekomendacji,

P_{REK} – rekomendowany kurs akcji.

Jeżeli w okresie analizowania danej rekomendacji pojawiła się jej aktualizacja lub zmiana (instytucja finansowa wydała nową rekomendację dla danej spółki), to w przypadku, gdy wskaźnik trafności poprzednio obowiązującej rekomendacji osiągnął wartość równą jedności, do końca analizowanego okresu ($T=100$), poprzednio obowiązującą rekomendację będzie charakteryzował wskaźnik trafności równy jedności. Natomiast w przypadku, gdyby wskaźnik poprzednio obowiązującej rekomendacji nie osiągnął wartości równej jedności,

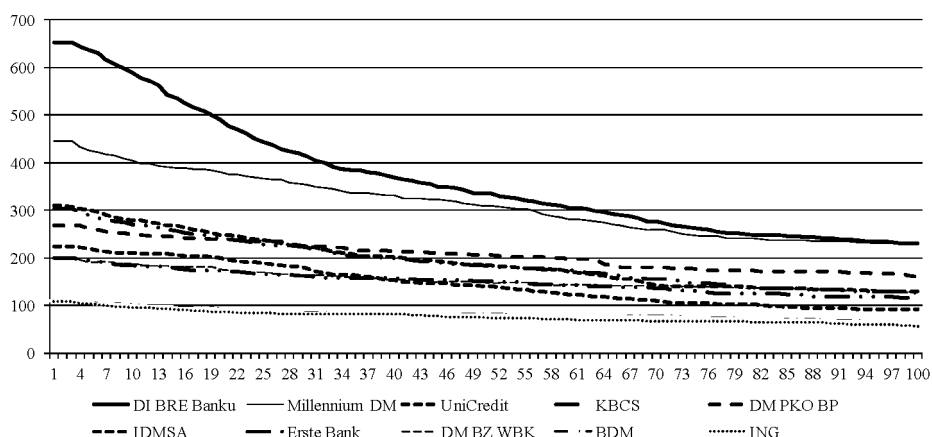
⁸ Rekomendacje sugerujące sprzedaż posiadanych walorów, czyli: poniżej rynku, niedoważaj, realizuj zysk, redukuj, spekulacyjnie sprzedaj, sprzedaj, unikaj.

⁹ Rekomendacje sugerujące nabywanie przez inwestorów określonych papierów wartościowych, czyli: akumuluj, dodawaj, kupuj, ponad rynek, powyżej rynku, spekulacyjnie kup, zdecydowanie kup.

wyznaczenie wskaźnika dla dotychczas obowiązującej rekomendacji kończy się w okresie opublikowania nowej rekomendacji. Dodatkowo szczegółowe badanie kształtowania się wskaźnika trafności było dokonywane tylko dla tych instytucji finansowych, które w okresie od 03.01.2006 do 31.08.2012 wydały co najmniej 50 rekomendacji będących przedmiotem badania (najczęściej jednak skupiano się na analizowaniu instytucji, które wydały co najmniej dwa razy więcej rekomendacji). Pozwoli to na porównywanie jakości publikowanych rekomendacji przez poszczególne instytucje finansowe.

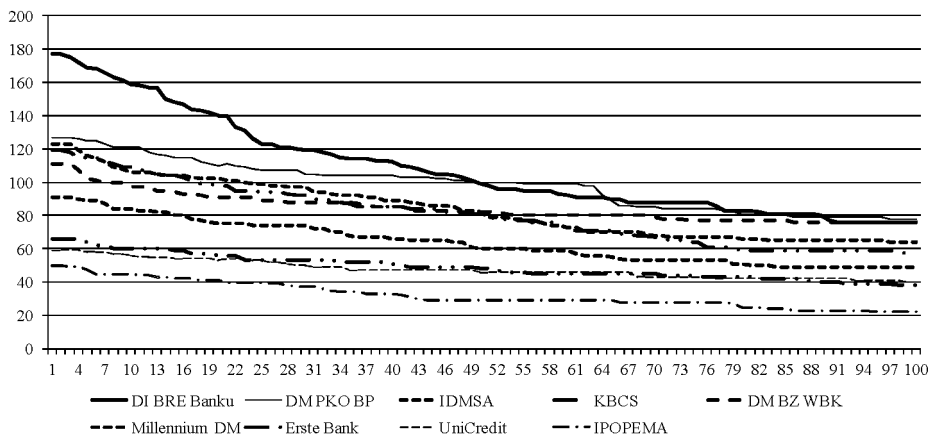
Wyniki badań

Analizując „cykl życia” wydawanych rekomendacji przez instytucje finansowe można zauważyć, że po 20 sesjach od ich wydania, nadal obowiązującymi jest około 80% z nich (reszta została już zrealizowana lub zmieniona). Dotyczy to zarówno rekomendacji „kupuj”, jak i „sprzedaj”. W następnych okresach następuje obniżenie tempa spadku liczby obowiązujących rekomendacji i po 50 sesjach nadal obowiązującymi jest 65% rekomendacji „kupuj” i 68% – „sprzedaj”. Po 100 sesjach giełdowych od wydania rekomendacji (czyli po około pół roku od ich wydania), nadal niezrealizowanych jest 50% rekomendacji „kupuj” i aż 57% rekomendacji „sprzedaj”. Kształtowanie się liczbowo obowiązujących rekomendacji obu typu wybranych instytucji rekomendujących zaprezentowano na rysunkach 1–2.



Rys. 1. Liczba rekomendacji typu „kupuj” wybranych instytucji finansowych w zależności od okresu ich obowiązywania

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 2. Liczba rekomendacji typu „sprzedaj” wybranych instytucji finansowych w zależności od okresu ich obowiązywania

Źródło: opracowanie własne.

Najczęściej wynikało to ze zrealizowania danej rekomendacji (przede wszystkim w pierwszych okresach), czyli osiągnięcia ceny docelowej przez rekomendowany instrument finansowy. W ciągu dwóch tygodni od wydania rekomendacji ($T=10$), średnio około 8% rekomendowanych walorów finansowych osiągało cenę docelową. Uwzględniając tylko ujęcie procentowe, najlepszymi pod tym względem instytucjami finansowymi okazałyby się CIB Bank, Lehman Brothers oraz Barclays Capital, które osiągnęły poziom 100% „trafionych” rekomendacji. W przypadku powyższych instytucji finansowych należy jednak mieć na uwadze, że w badanym okresie wydały one tylko jedną lub dwie rekomendacje. Wśród instytucji, które wydały przynajmniej 100 rekomendacji, najlepszą pod względem odsetka zrealizowanych rekomendacji okazał się Wood & Company (13,5%), BDM (12%) oraz DM BZ WBK (9%). Po kolejnych 20 okresach, najwyższym wskaźnikiem zrealizowanych rekomendacji charakteryzuje się BDM (27,6%), Wood & Company (24,6%) oraz DM PKO BP (23%), a w okresie $T=50$ z kolei BDM (36,2%), DM PKO BP (30,6%) oraz Wood & Company (27%). W omawianych okresach najgorszym odsetkiem zrealizowanych rekomendacji (wśród instytucji, które wydały przynajmniej 100 rekomendacji) charakteryzują się: w okresie $T=10$ – IPOPEMA (4,7%), Millennium DM (5,4%) i ING (5,6%), w okresie $T=30$ – ING (13,2%), IPOPEMA (14%) oraz IDMSA (16,2%), a w $T=50$ również ING (17,4%), IPOPEMA (20,1%) oraz IDMSA (20,5%).

Na końcu analizowanego okresu ($T=100$), największy odsetek zrealizowanych rekomendacji charakteryzuje BDM (41,8%), DM PKO BP (37,2%) oraz

DM BZ WBK (34,2%), najgorszymi pod tym względem instytucjami rekomendującymi okazały się IPOPEMA (23,5%), ING (23,6%) oraz DI BRE Banku (24,6%). Charakterystykę wybranych okresów pod względem stopnia zrealizowanych rekomendacji zaprezentowano w tabeli 3.

Tabela 3

Liczba zrealizowanych rekomendacji po upływie wybranych okresów od ich publikacji przez określone instytucje finansowe

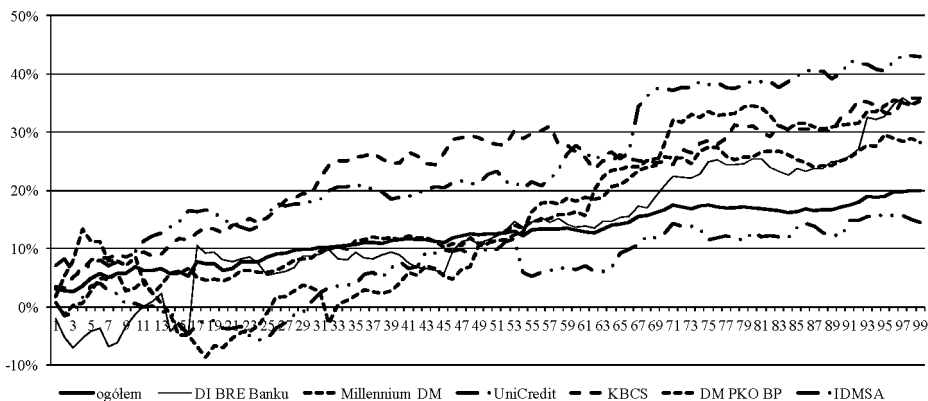
Instytucja	Liczba wydanych rekomendacji	okres T = 10		T = 30		T = 50		T = 100	
		ogółem	%	ogółem	%	ogółem	%	ogółem	%
DI BRE Banku	829	65	7,84	150	18,09	185	22,32	204	24,61
Millennium DM	536	29	5,41	102	19,03	138	25,75	177	33,02
KBCS	422	24	5,69	79	18,72	100	23,70	117	27,73
DM PKO BP	395	32	8,10	91	23,04	121	30,63	147	37,22
UniCredit	368	30	8,15	69	18,75	83	22,55	108	29,35
IDMSA	346	25	7,23	56	16,18	71	20,52	90	26,01
DM BZ WBK	310	28	9,03	51	16,45	78	25,16	106	34,19
Erste Bank	266	20	7,52	46	17,29	60	22,56	70	26,32
IPOPEMA	149	7	4,70	21	14,09	30	20,13	35	23,49
ING	144	8	5,56	19	13,19	25	17,36	34	23,61
BDM	141	17	12,06	39	27,66	51	36,17	59	41,84
Wood & Company	126	17	13,49	31	24,60	34	26,98	38	30,16
Deutsche Bank	118	8	6,78	21	17,80	30	25,42	37	31,36
Ogółem	5169	407	7,87	958	18,53	1240	23,99	1521	29,43

Źródło: opracowanie własne.

Scharakteryzowanie poszczególnych instytucji wydających rekomendacje giełdowe tylko po względnej liczbie zrealizowanych rekomendacji okazuje się niewystarczające. Może bowiem okazać się, że instytucja, która ma bardzo mały poziom zrealizowanych rekomendacji, po uwzględnieniu jakości wszystkich wydanych rekomendacji, jest instytucją bardziej wiarygodną dla inwestora indywidualnego i przez to postrzegana przez niego jako cenniejsza. W celu porównania instytucji finansowych pod względem jakości wszystkich wydawanych przez siebie rekomendacji, wyznaczono wartości średniego wskaźnika trafności rekomendacji w poszczególnych okresach dla wszystkich analizowanych instytucji oraz dla wszystkich obowiązujących w danym okresie rekomendacji ogółem, z podziałem na rekomendacje sugerujące sprzedaż walorów oraz ich zakup.

W przypadku rekomendacji typu „kupuj”, średnia wartość ogólnego wskaźnika trafności rekomendacji w całym analizowanym okresie rosła, osiągając poziom 10% w 30 okresie i 20% w 100 okresie. Tendencja wzrostowa wynikała przede wszystkim z tego, że w przypadku rekomendacji, które zostały zrealizowane w całości przed okresem T = 100, do końca analizowanego okresu

uwzględniano wartość takich rekomendacji na poziomie równym 100%. Zdecydowanie korzystniej na tle powyższych wartości kształtują się średnie wskaźniki trafności dla takich instytucji, jak KBCS oraz UniCredit. Rekomendacje wydawane przez UniCredit osiągnęły średni poziom 10% wskaźnika trafności już w 11 okresie od ich wydania, 20% w 33 okresie, 30% w 67 okresie i aż 43% na koniec okresu, co jest najwyższą wartością wśród analizowanych instytucji. W przypadku rekomendacji wydanych przez KBCS, średnia wartość wskaźnika trafności osiągnęła poziom 10% już w 14 okresie, 20% w okresie 31 i maksymalną wartość wynoszącą ponad 35% w na koniec analizowanego okresu. Podobny maksymalny poziom osiągnęły rekomendacje wydawane przez Millennium DM oraz DI BRE Banku z tym, że w przypadku DI BRE Banku, w pierwszych okresach od wydania rekomendacji pojawiały się ujemne poziomy średniego wskaźnika trafności (aż do minus 7% w trzecim okresie). Najmniej pożądanymi wartościami średniego wskaźnika trafności podawanych rekomendacji wśród analizowanych instytucji finansowych cechuje się IDMSA, która w całym okresie osiągnęła wartość tego wskaźnika poniżej średniej wyznaczonej dla wszystkich opublikowanych rekomendacji typu „kupuj”. Poglądową sytuację opisującą kształtowanie się średniej wartości omawianego wskaźnika wśród wybranych instytucji przedstawiono na rysunku 3.

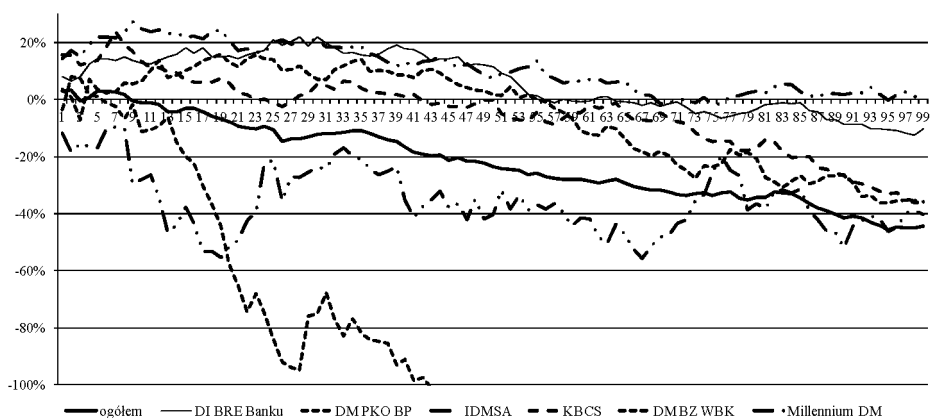


Rys. 3. Wartości wskaźnika trafności dla rekomendacji typu „kupuj” wybranych instytucji finansowych w zależności od okresu ich obowiązywania

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku rekomendacji typu „sprzedaj” wszystkie instytucje finansowe miały problem z ich dobrym przygotowaniem w omawianym okresie. Średnia wartość wskaźnika trafności była dodatnia tylko w przypadku pierwszych ośmiu notowań po ogłoszeniu rekomendacji, osiągając maksymalny poziom

3,2% w okresie $T = 2$. Permanentna ujemna tendencja kształtowania się średniego wskaźnika obliczonego dla wszystkich rekomendacji została zaburzona tylko między $T = 25$ a $T = 35$ okresem, ale wynikało to przede wszystkim ze zmiany lub uaktualnienia obowiązujących już rekomendacji (zgodnie z przyjętą metodyką badań, obowiązująca do tego momentu rekomendacja nie była brana w dalszych okresach pod uwagę). Na tym tle zdecydowanie pozytywnie wyróżnia się Millennium DM, który praktycznie w każdym okresie osiągał najwyższą średnią wartość wskaźnika. Maksymalna jego wartość wynosząca ponad 27% ukształtowała się w okresie $T = 9$ osiągając na koniec analizowanego przedziału wartość 0,3%. Powyżej średniej wyznaczonej dla wszystkich ogłoszonych rekomendacji typu „sprzedaj”, kształtują się jeszcze rekomendacje wydawane przez DI BRE Banku, osiągające maksimum wynoszące 22% w okresie 30 i minimum „-12,5%” dla $T = 98$, KBCS (max = 23,7% dla $T = 7$ i min = -35,4% dla $T = 98$) oraz DM PKO BP (max = 15,8% dla $T = 19$ i min = -36,2% dla $T = 95$). Najgorsza sytuacja przedstawia się w przypadku IDMSA, która ogólny średni poziom wyznaczony dla wszystkich obowiązujących rekomendacji typu „sprzedaj” osiąga dopiero pod koniec analizowanego okresu, oraz DM BZ WBK, w przypadku którego od okresu $T = 14$ następuje gwałtowny spadek wartości średniego wskaźnika trafności rekomendacji, osiągając poziom 100% w okresie $T = 43$. W układzie graficznym kształtowanie się średniego wskaźnika trafności rekomendacji przedstawiono na rysunku 4.



Rys. 4. Wartości wskaźnika trafności dla rekomendacji typu „sprzedaj” wybranych instytucji finansowych w zależności od okresu ich obowiązywania

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonych badań obejmujących ogółem 9049 rekomendacji wydanych w okresie od 03.01.2006 do 31.08.2012 przez 66 różnych instytucji oraz kształtowania się kursów rekomendowanych papierów wartościowych w sumie przez 1750 sesji giełdowych, można wysunąć następujące wnioski końcowe:

1. Wydawane przez działające na rynku kapitałowym instytucje finansowe rekomendacje dotyczące poszczególnych walorów mogą być źródłem informacji i wiedzy m.in. dla inwestorów indywidualnych. Należy przy tym jednak przestrzegać dwóch podstawowych zasad: publikowane rekomendacje nie mogą stanowić jedynej podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz korzystać należy w tym względzie z rekomendacji przygotowanych przez te najbardziej wiarygodne instytucje. Miernikiem wiarygodności może być np. przedstawiony wskaźnik trafności rekomendacji.
2. Porównując rekomendacje typu „kupuj” i „sprzedaj” można zauważyć, że prawie trzykrotnie częściej wydawane są rekomendacje typu „kupuj”. Dodatkowo tego typu rekomendacje są lepsze jakościowo dla potencjalnych inwestorów i dają większą możliwość osiągnięcia dodatniej stopy zwrotu. W przypadku rekomendacji typu „sprzedaj” najczęściej podjęcie decyzji opartej na takich rekomendacjach skutkowało sprzedażą papierów wartościowych, które w kolejnych okresach zwykowały, czyli utratą potencjalnych dodatnich stóp zwrotu.

BRAND OF FINANCIAL INSTITUTIONS AND THE QUALITY OF STOCK EXCHANGE RECOMMENDATIONS

Summary

Successful investing in the capital market requires the constant analysis of different types of information, which inflow to this market. For individual investors, who treat the stock exchange as an additional protection of their capital and / or its possible multiplication, individual acquisition of information, analysis and drawing correct conclusions could pose big problems, both for reasons of time, and required in this field professional preparation. The solution in this regard may be basing their investment strategies on recommendations prepared and published by the financial institutions, especially that from the moment of their preparation and presentation to their own customers it takes from one to two weeks to present it to the general public. Financial institutions treat publication of recommendations as advertising of their businesses and the effectiveness of such advertising depends on the quality of the prepared recommendations.

Keywords: stock market recommendations, financial institutions, information

Translated by Rafał Czyżycki