

# REKOMENDACJE GIEŁDOWE JAKO ŹRÓDŁO WIEDZY DLA INWESTORA INDYWIDUALNEGO

## STOCK MARKET RECOMMENDATIONS AS A SOURCE OF KNOWLEDGE FOR AN INDIVIDUAL INVESTOR

*Rafał Czyżycki, Rafał Kłóska*

### **Streszczenie**

W artykule przedstawiono wyniki badań jakości wydawanych rekomendacji giełdowych przez instytucje finansowe dotyczących spółek notowanych na WGPW. Porównano prognozowane przez te instytucje zmiany kursów akcji z odnotowanymi w rzeczywistości oraz oceniono możliwość wykorzystania publikowanych, darmowych rekomendacji przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestora indywidualnego.

**Słowa kluczowe:** *giełda papierów wartościowych, rekomendacje, inwestor indywidualny*

### **Summary**

The article presents the results of quality examinations of stock recommendations issued by financial institutions for companies listed on the Warsaw Stock Exchange. It compares changes of share prices predicted by these institutions with the changes factually recorded. Moreover, the ability to use published, free of charge recommendations when making investment decisions by the individual investor has been assessed.

**Keywords:** *stock exchange, recommendations, individual investor*

## 1. Wprowadzenie

Rynek kapitałowy, postrzegany przede wszystkim przez pryzmat giełdy papierów wartościowych, staje się obecnie podstawowym elementem życia finansowego. Wzrost zamożności, kolejne debiuty giełdowe, informacje o inwestorach, którzy odnieśli sukces na giełdzie wpływają na wzrost liczby osób, które coraz częściej indywidualnie próbują swoich sił na rynku kapitałowym. Obecnie biura maklerskie i banki prowadzą łącznie prawie 1,5 mln rachunków inwestycyjnych, a sama ostatnia publiczna oferta akcji Giełdy Papierów Wartościowych spowodowała wzrost tych rachunków o blisko 100 tys. Przeprowadzone w 2009 roku przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych badanie wskazało, że prawie dwie trzecie inwestorów to osoby do 35 roku życia, które inwestują na giełdzie krócej niż 5 lat i pomimo wyższego wykształcenia oceniają swoje doświadczenie w inwestowaniu na poziomie co najwyżej średnim. Mimo to, ponad 90% wszystkich inwestorów wybrało samodzielny sposób inwestowania na giełdzie.

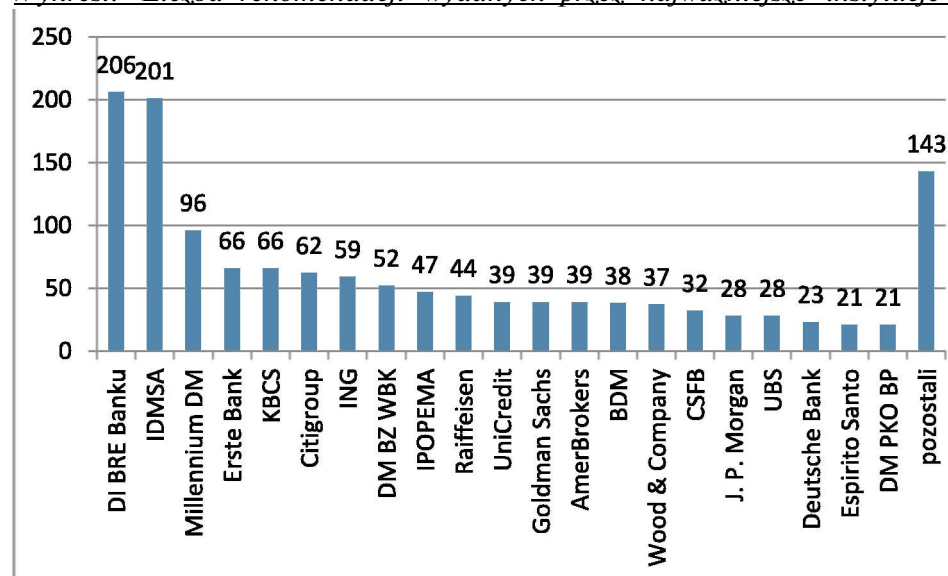
W swoich decyzjach inwestycyjnych, inwestorzy indywidualni kierują się najczęściej rekomendacjami lub opiniami zamieszczanymi w specjalistycznych czasopismach lub portalach internetowych. Rzadziej wykorzystywane są w tym celu klasyczne narzędzia wspomagania decyzji inwestycyjnych, takie jak analiza techniczna, szczególnie jej nowoczesne modyfikacje, analiza fundamentalna, czy portfelowa. W pewnym zakresie próbują samodzielnie analizować napływające na rynek informacje i na ich podstawie podejmować określone decyzje inwestycyjne. Jednak zderzenie się z setkami informacji,

które w sposób ciągły napływają na rynek rodzi szereg problemów natury percepcyjnej. Jednym z ważniejszych problemów jest oddzielenie od informacji bezwartościowych tych, które mają istotny wpływ na kształtowanie się kursu określonego waloru. Innym problemem jest moment dyskutowania przez rynek określonej informacji. Bardzo często następuje to wcześniej niż moment podania oficjalnej informacji do publicznej wiadomości. Pod tym względem pewną przewagę nad inwestorami indywidualnymi, szczególnie tymi, którzy giełdę traktują jako „dodatkowe” zajęcie, mają profesjonalne podmioty finansowe, a rekomendacje wydawane przez nie, wydają się być szczególnie istotne przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych właśnie przez inwestorów indywidualnych.

## 2. Wyniki badań

Od początku 2011 roku, 49 różnych instytucji finansowych, wydało łącznie 1387 rekomendacji dotyczących spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Co trzecia z nich pochodziła albo od DI BRE Banku albo od IDMSA. Prawie 100 rekomendacji wydał Milenium DM, a powyżej 50 jeszcze Erste Bank, KBCS, Citigroup, ING oraz DM BZWBK. Na wykresie 1 przedstawiono wykaz instytucji, które przez 11 miesięcy bieżącego roku, opublikowały co najmniej 20 rekomendacji.

*Wykres 1. Liczba rekomendacji wydanych przez najważniejsze instytucje finansowe.*

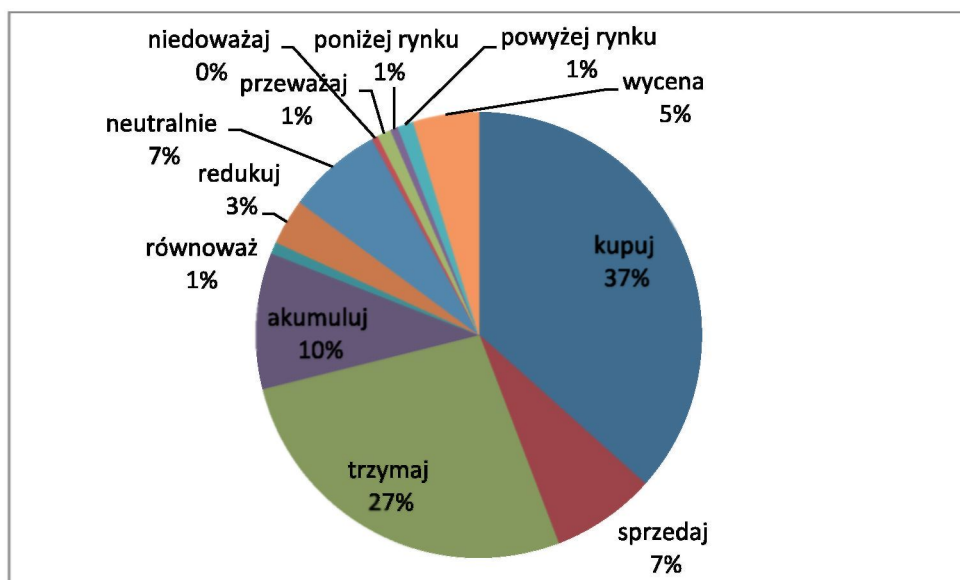


*Źródło. Opracowanie własne na podstawie danych z [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl).*

74% wszystkich wydawanych rekomendacji dotyczyła kupowania, akumulowani lub trzymywania już posiadanych akcji, natomiast tylko w 7% przypadków wydawana była rekomendacja ich sprzedaży. Taka struktura rekomendacji wynika przede wszystkim z psychologii rynków finansowych i jej przejawy w tym zakresie na rozwiniętych rynkach opisuje już literatura przedmiotu<sup>1</sup>. W przypadku rynku polskiego, dokładną strukturę rekomendacji prezentuje wykres 2.

Wykres 2. Struktura wydanych rekomendacji.

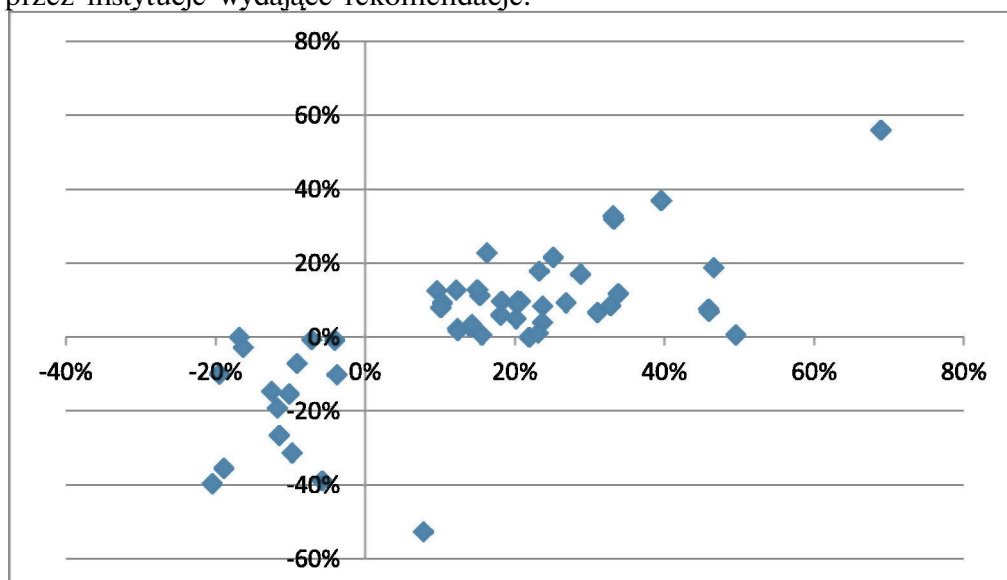
<sup>1</sup> W sposób syntetyczny zostało to przedstawione m.in. na [http://www.futures.pl/web/guest/psychologia-inwestowania/view/-/118\\_INSTANCE\\_Zj8w/56,16247,psychologia-inwestowania:-problem-z-rzetelnoscia-analiz](http://www.futures.pl/web/guest/psychologia-inwestowania/view/-/118_INSTANCE_Zj8w/56,16247,psychologia-inwestowania:-problem-z-rzetelnoscia-analiz)



*Źródło. Opracowanie własne na podstawie danych z [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl).*

Ze względu na liczbę wydanych rekomendacji w samym 2011 roku, przedmiotem dalszej analizy będą tylko dwie skrajne rekomendacje, sugerujące inwestorom jednoznacznie określone działania: kupuj i sprzedawaj. Ponadto badania zostały ograniczone do sześciu podmiotów, które w omawianym czasie wydały ich największą ilość, oraz do rekomendacji dotyczących spółek wchodzących obecnie w skład indeksu WIG20. Przy tak zdefiniowanym obszarze badawczym, wielkość próby badawczej została zredukowana do 54 rekomendacji. W celu oceny wiarygodności i jakości publikowanych rekomendacji, przewidywane przez wydające je instytucje finansowe zmiany cen zostaną porównane do rzeczywiście zaistniałych zmian. W przypadku rekomendacji „kupuj”, jako miara porównawcza została wyznaczona wartość maksymalnego wzrostu ceny rekomendowanego waloru w przeciągu następujących po opublikowaniu rekomendacji trzech miesięcy. Jeżeli została wydana rekomendacja "sprzedaj" wyznaczony został maksymalny względny spadek kursu danej akcji w ciągu tego samego okresu. Otrzymane wyniki badań, w sposób graficzny prezentuje wykres3.

Wykres3. Kształtowanie się rzeczywistej zmiany wartości akcji na tle zmian przewidywanych przez instytucje wydające rekomendacje.

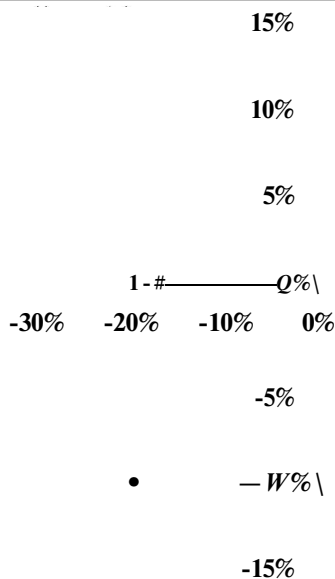
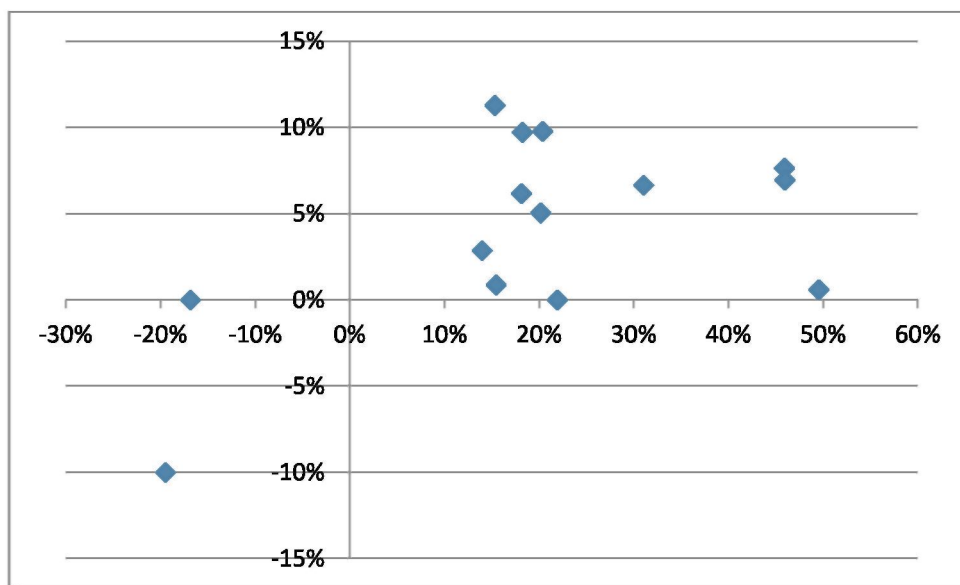


*Źródło. Obliczenia i opracowanie własne.*

Na powyższym wykresie, oś odciętych reprezentuje wartości zmian przewidywanych w wydanych rekomendacjach, natomiast oś rzędnych przedstawia rzeczywiste maksymalne zmiany kursu rekomendowanego waloru w ciągu kolejnych 3 miesięcy. Ogólnie można zauważyć dość dużą zbieżność wydanych rekomendacji z rzeczywistymi zmianami obserwowanymi po ich wydaniu. Wyznaczony współczynnik korelacji liniowej Pearsona pomiędzy obiema wielkościami, wynosi 0,73 i jest statystycznie istotny na poziomie  $\alpha=1\%$ . Tylko w jednym przypadku przewidywane zmiany kursu akcji były zgoła odmienne do zaobserwowanego w rzeczywistości. 8 sierpnia br. Citigroup przy cenie 115 zł wydał rekomendację „sprzedawaj” PBG, ale ustalił cenę docelową na 124 zł (czyli o 8% wyższą). W rzeczywistości kurs walorów PBG w ciągu trzech kolejnych miesięcy spadł do minimalnego poziomu 54,50 zł, co oznaczało spadek o 53%. Pomimo, że występuje rozbieżność co do ceny rekomendowanej i rzeczywistej, to ogólnie można przyjąć, że wydana rekomendacja była właściwa, ponieważ jednoznacznie sugerowała sprzedaż akcji PBG w celu ochrony kapitału.

W ośmiu przypadkach maksymalne rzeczywiste zmiany wartości rekomendowanych walorów były niewielkie i kształtowały się poniżej 3%. 8 sierpnia DI BRE Banku przy cenie 72 zł wydało rekomendację „kupuj” dla akcji Kernel Holding z ceną docelową 87,50 zł (przewidywany wzrost o 22%). Jednak w ciągu trzech kolejnych miesięcy, akcje spółki nigdy nie przekroczyły ceny z dnia wydania rekomendacji. Z kolei 16 marca ten sam Dom Inwestycyjny wydał rekomendację „sprzedawaj” PKN Orlen przy kursie giełdowym wynoszącym 50 zł z docelową ceną rekomendacji 41,60 zł (przewidywany spadek o 17%). Jednakże cena danego waloru w ciągu trzech kolejnych miesięcy na żadnym zamknięciu nie była poniżej ceny 50 zł, a w najlepszym dla akcji momencie jej wartość przekraczała 57,5 zł. Ogólnie DI BRE Banku od początku 2011 roku wydał 14 rekomendacji dotyczących największych spółek notowanych na GPW. W 12 przypadkach dotyczyły one kupna określonych walorów, zaś przeciętny przewidywany wzrost ich wartości wyniósł 26% przy rzeczywistym przeciętnym poziomie wzrostu 6%. Maksymalna różnica między przewidywanym a odnotowanym wzrostem wartości wyniosła 49% (przewidywany wzrost akcji PBG o 50% w rzeczywistości w ciągu trzech miesięcy wyniósł 1%), najmniejsza zaś 4% (18 stycznia przy cenie akcji PKO BP prognozowano jej wzrost do ceny 48 zł, w rzeczywistości wyniósł 46,3 zł). DI BRE Banku w omawianym okresie wydał tylko dwie rekomendacje „sprzedawaj”. Poza omówioną powyżej rekomendacją z 16 marca, 18 stycznia dla akcji KGHM prognozował spadek ich wyceny o 19%, w rzeczywistości spadek ten wyniósł 10%. Kształtowanie się rzeczywistych zmian kursów akcji na tle prognozowanych w rekomendacjach DI BRE Banku, prezentuje wykres 4.

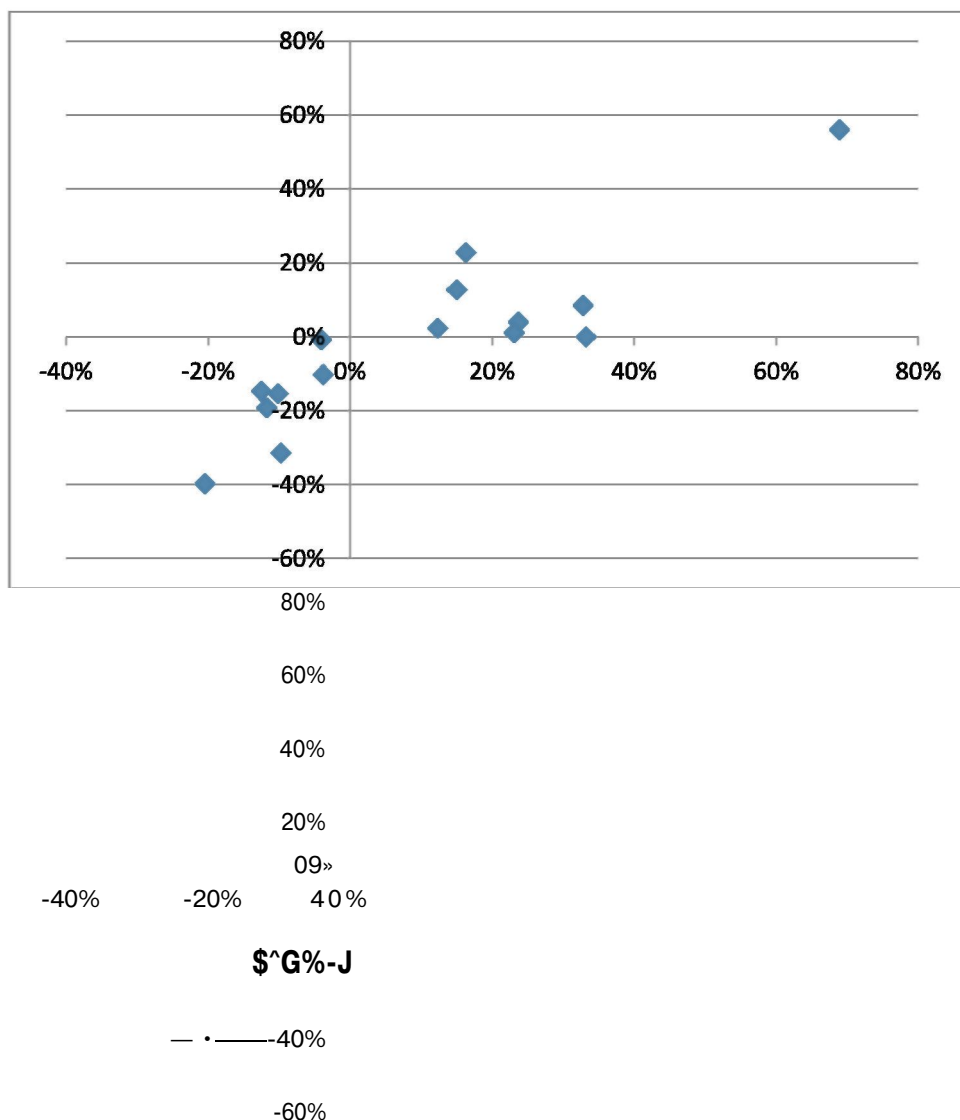
Wykres4. Kształtowanie się rzeczywistej zmiany wartości akcji na tle zmian przewidywanych przez DI BRE Banku.



Źródło. Obliczenia i opracowanie własne.

Również IDM SA wydał 14 rekomendacji, które można zweryfikować z rzeczywistymi zmianami kursów rekomendowanych walorów (15 rekomendację wydał 21 listopada). W przypadku 8 rekomendacji „kupuj” prognozowane wzrosty cen akcji kształtowały się na średnim poziomie 28% i różniły się od zaobserwowanych w rzeczywistości przeciętnie o 11%. Największa różnica między wartością rekomendowaną a rzeczywistą dotyczyła akcji PKN Orlen, dla których przy cenie 38,40 zł (31.08.2011) wydano rekomendację „kupuj” z docelową ceną 51 zł (wzrost o 33%), natomiast największy zaobserwowany kurs w ciągu ostatnich trzech miesięcy wyniósł 41,68 zł (wzrost o 9%). Najmniejszą różnicę odnotowano w przypadku rekomendacji „kupuj” z dnia 11 sierpnia br. dla Asseco Poland. Przy cenie rynkowej 37,15 zł, rekomendowana cena wynosiła 49,5 zł (wzrost o 33%) w rzeczywistości wyniosła 49,0 zł (czyli o 32%). W przypadku rekomendacji „sprzedawaj” średni przewidywany spadek kursu akcji wynosił 10%, przy rzeczywistym średnim ich spadku w rzeczywistości o 18%. Największa różnica dotyczyła rekomendacji sprzedaży akcji Banku Handlowego przy cenie 85,2 zł z przewidywaną docelową ceną 76,9 zł (spadek o 22%), kiedy faktycznie akcje te odnotowały przecenę o 31%. Kształtowanie się rzeczywistych zmian kursów akcji na tle prognozowanych w rekomendacjach IDM SA, prezentuje wykres 5.

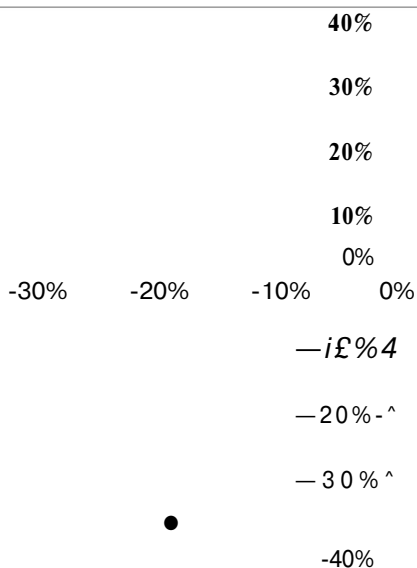
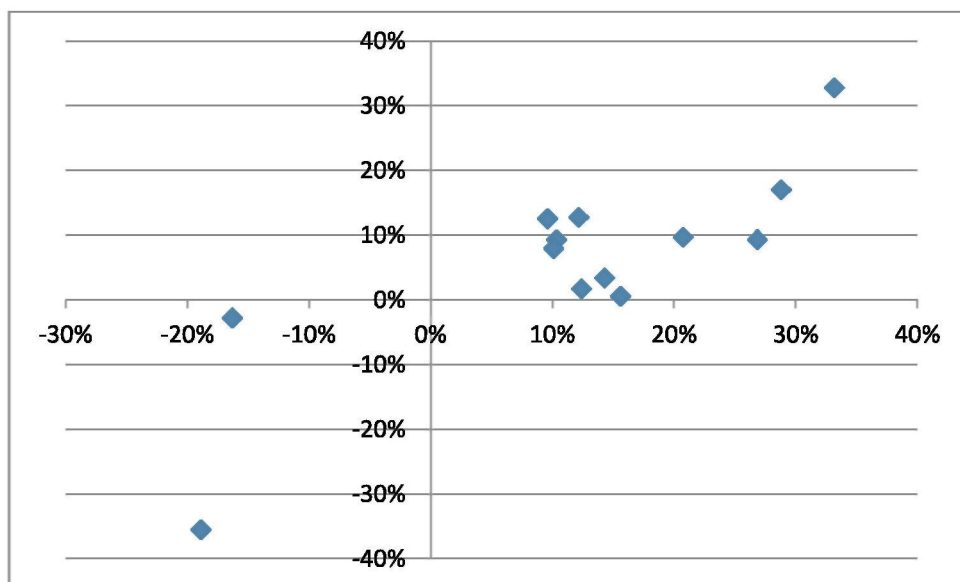
Wykres 5. Kształtowanie się rzeczywistej zmiany wartości akcji na tle zmian przewidywanych przez IDM SA.



*Źródło. Obliczenia i opracowanie własne.*

Spośród badanych sześciu instytucji finansowych, jeszcze tylko KBCS wydało *znaczny* liczbę dla akcji spółek należących do indeksu WIG20. W 11 przypadkach rekomendowano kupowanie akcji, natomiast w dwóch ich sprzedaż. W przypadku rekomendacji kupna, średni przewidywany poziom wzrostu cen akcji wynosił 18%, przy ich rzeczywiście odnotowanym poziomie 11%. Największa różnica, wynosząca 18%, dotyczyła akcji TVN, dla których przy cenie 15,53 zł 28.06.2011 wydano rekomendację kupna z ceną docelową 19,7 zł (przewidywany wzrost o 27%). Do dnia 28.09.2011 roku maksymalny kurs akcji wyniósł 16,98 zł, co oznacza wzrost tylko o 9%. Zdecydowanie lepszą rekomendacją okazała się rekomendacja z dnia 12 sierpnia również dla akcji TVN, w której przewidywano wzrost ich ceny o 33% i faktycznie taki wzrost nastąpił. W przypadku dwóch rekomendacji sprzedaży akcji, obie dotyczyły akcji PKN Orlen. W dniu 10.02.2011 przewidywano spadek ich wartości o 16% (z poziomu 45,4 do 38zł ) w rzeczywistości największy odnotowany spadek wyniósł tylko 3%, ale w przypadku powtórzonej rekomendacji sprzedaży w dniu 09.05.2011, przy przewidywanym spadku cen akcji z poziomu 53 zł do poziomu 43 zł (spadek o 19%) ich rzeczywisty poziom wyniósł 34,20 zł (spadek o 35%). Kształtowanie się rzeczywistych zmian kursów akcji na tle prognozowanych w rekomendacjach KBCS, prezentuje wykres 6.

Wykres5. Kształtowanie się rzeczywistej zmiany wartości akcji na tle zmian przewidywanych przez KBCS.



Źródło. Obliczenia i opracowanie własne.

Pozostałe trzy instytucje finansowe wydały w sumie dwanaście dających się empirycznie zweryfikować rekomendacji. Citigroup trzykrotnie wydawała rekomendacje sprzedaży PBG (w sierpniu, wrześniu i październiku), dwukrotnie przewidując spadek o 6-7%, a jednokrotnie wzrost o 8% (co było opisane wcześniej). W omawianym okresie akcje PBG spadły o ponad 50%. W przypadku rekomendacji „kupuj” największy wzrost wartości akcji Citirgruop prognozował dla Pekao o 47%, w rzeczywistości był to wzrost o 19%. W przypadku Tauronu wzrost miał wynieść 24% (wyniósł 8%) a dla Kernel Holdingu 20% (9%).

Millenium DM trzykrotnie wydawał rekomendacje „kupuj”. W przypadku akcji BRE Banku przewidywano wzrost ich wartości o 40% i w ciągu trzech miesięcy wzrost ten ukształtował się na poziomie 37%. 11 sierpnia wydano rekomendację „kupuj” dla PKO BP z ceną docelową 44,30 zł (przewidywany wzrost o 34%), natomiast miesiąc później w rekomendacji kupna akcji tego banku obniżono cenę docelową do 38,6 zł, natomiast maksymalny rzeczywisty poziom wyniósł 36,90 zł.

Erste Bank od początku 2011 roku również wydał trzy rekomendację dotyczące akcji spółek z WIG20. 12 stycznia dla akcji KGHM przy prognozowanym wzroście ich wartości o 25%, wydał rekomendację „kupuj”. Cena w ciągu trzech miesięcy wzrosła o 22%. Pozostałe dwie rekomendacje dotyczyły sprzedaży akcji. W przypadku TPSA przewidywano spadek kursu o 9% (wyniósł 7%), a w przypadku Taurona o 11% (wyniósł 27%).

### 3.Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonej analizy wydanych w 2011 rekomendacji można stwierdzić, że z jednej strony przewidywane przez wydających rekomendacje zmiany wartości akcji są zgodne z tymi, jakie później następowały. Z drugiej zaś strony, poza jednym przypadkiem, wielkość tych zmian w praktyce była zgoła inna od prognozowanej. W

szczególnie, jeżeli zdobycie takiej informacji związane jest z nakładem czasu i pracy oraz posiadaniem odpowiedniej wiedzy. W przypadku instytucji finansowych publikujących takie rekomendacje, w praktyce odbywa się to już po „skonsumowaniu” informacji płynących z takich rekomendacji przez klientów, którym te instytucje doradzają i którzy im za takie informacje płać. Upublicznienie rekomendacji ma na celu przede wszystkim wykreowanie określonej reakcji wśród dużej rzeszy inwestorów indywidualnych (inwestorzy instytucjonalni w praktyce w ogóle nie zwracają uwagi na publicznie ogłaszane rekomendacje przez inne instytucje), która to reakcja będzie czynnikiem wspomagającym osiągnięcie celów wskazanych w rekomendacji. Biorąc to pod uwagę należy stwierdzić, że publikowane rekomendacje giełdowe nie powinny być głównym źródłem budowy strategii inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych, mogą natomiast wskazywać walory, których wartość w najbliższym czasie wzrośnie lub spadnie.

## Bibliografia

1. Elder A.: *Zawód Inwestor giełdowy. Psychologia rynków, taktyka inwestycyjna, zarządzanie portfelem*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
2. Fridson M.S.: *Złudzenia Inwestora*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 2000.
3. Graham B.: *Inteligentny inwestor*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2009.
4. Perz P.: *Sztuka inwestowania. Analiza techniczna, strategie inwestycyjne i zarządzanie ryzykiem na GPW*, Wydawnictwo K.E.LIBER, Warszawa 2008.
5. Pring M.J.: *Psychologia inwestowania. Klasyczne strategie osiągania sukcesów na giełdzie*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2006.
6. Zielonka P.: *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu.PL, Warszawa 2008.
7. [WWW.bankier.pl](http://WWW.bankier.pl)
8. [WWW.money.pl](http://WWW.money.pl)

## Contact

Dr Rafał Czyżycki  
Dr Rafał Klóska  
Katedra Metod Ilościowych  
Wydziału Zarządzania i Ekonomiki Usług  
Uniwersytetu Szczecińskiego  
ul. Cukrowa 8, 71-004 Szczecin, Polska  
tel: +48 91444 3156  
e-mail: [rafal.czyzycki@wzieu.pl](mailto:rafal.czyzycki@wzieu.pl)

Rafał Klóska, Ph.D.  
Rafał Czyżycki, Ph.D.  
Department of Quantitative Methods  
Faculty of Management and Economics of Services  
University of Szczecin  
Cukrowa Street 8, 71-004 Szczecin, Poland  
tel: +48 91444 3156  
e-mail: [rafal.czyzycki@wzieu.pl](mailto:rafal.czyzycki@wzieu.pl)