

**PRACE NAUKOWE**

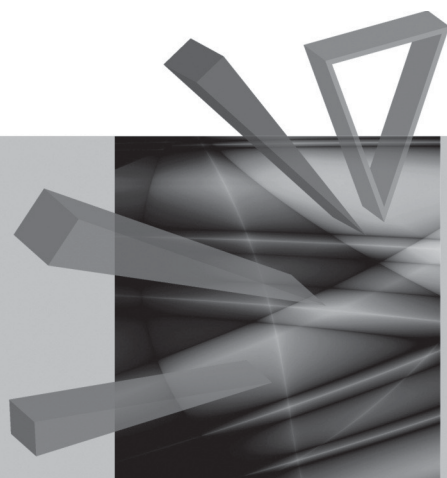
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**246**

# Polityka ekonomiczna



pod redakcją

**Jerzego Sokołowskiego**

**Michała Sosnowskiego**

**Arkadiusza Żabińskiego**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2012

Recenzenci: Beata Filipiak, Kazimierz Krupa, Andrzej Miszczuk,  
Krystyna Piotrowska-Marczak, Marzanna Poniatowicz,  
Grażyna Wolska, Urszula Zagóra-Jonszta

Redakcja wydawnicza: Joanna Szynal, Aleksandra Śliwka

Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie [www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl)

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych  
The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl>  
oraz w The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),  
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon  
[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania  
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie  
wymaga pisemnej zgody Wydawnictwa

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2012

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-209-3**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

Wstęp .....	11
<b>Franciszek Adamczuk:</b> Nowa strategia rozwoju Euroregionu Neisse-Nisa-Nysa (ERN) – jej uwarunkowania i ewaluacja .....	13
<b>Piotr Adamczyk:</b> Wykorzystanie rekomendacji w procesie inwestowania na rynku akcji .....	24
<b>Agata Balińska:</b> Jakość jako determinanta konkurencyjności agroturystyki .....	34
<b>Przemysław Borkowski:</b> Rola studium wykonalności w ocenie ryzyka projektu infrastrukturalnego .....	43
<b>Marta Czyż, Dariusz Cichoń:</b> Wybrane zagadnienia gospodarowania nieruchomościami w procesie rozwoju zrównoważonego .....	53
<b>Paulina Filip:</b> Franczyza jako system współpracy i finansowania przedsiębiorstw .....	65
<b>Małgorzata Fronczek:</b> Znaczenie Rosji jako partnera handlowego Polski w latach 1995-2010 .....	76
<b>Marcin Gospodarowicz:</b> Analiza stanu rozwoju przedsiębiorczości na obszarach wiejskich w Polsce w latach 2006-2010 .....	86
<b>Jakub Górka, Patrycja Chodnicka:</b> Prognoza rozwoju sieci bankomatów w Polsce .....	96
<b>Anna Grabowska:</b> Inwestycje na rynku sztuki jako narzędzie dywersyfikacji portfela inwestycyjnego w dobie kryzysów na rynkach finansowych..	106
<b>Marianna Greta, Ewa Tomczak:</b> Wspólna Polityka Rolna jako element dynamizowania i ochrony polskiego rolnictwa .....	115
<b>Renata Grochowska:</b> Budżet unijny jako gra interesów państw członkowskich na przykładzie Wspólnej Polityki Rolnej .....	125
<b>Marcin Jurewicz:</b> Decentralizacja systemu niemieckich izb handlowo-przemysłowych .....	134
<b>Bogusław Kaczmarek, Ewa Tomczak:</b> Wspólna Polityka Rolna a zmiany w funkcjonowaniu sektora produkcji pierwotnej w Polsce .....	142
<b>Lidia Kaliszczak:</b> Przesłanki i przejawy kształtowania klimatu sprzyjającego przedsiębiorczości na poziomie lokalnym .....	150
<b>Renata Karkowska:</b> Ryzyko systemowe – teoria i analiza przyczyn .....	160
<b>Joanna Kenc:</b> Efekty współpracy głównych miast województwa dolnośląskiego z ich miastami partnerskimi .....	170
<b>Ewa Kołoszyc:</b> Instrumenty zarządzania ryzykiem w rolnictwie po reformie Wspólnej Polityki Rolnej .....	179
<b>Dorota Komorowska:</b> Efektywność gospodarowania wybranych typów gospodarstw ekologicznych i konwencjonalnych .....	188

<b>Elwira Leśna-Wierszolowicz:</b> Problemy systemu zabezpieczenia emerytalnego w Polsce w kontekście skarg kierowanych do rzecznika ubezpieczonych w latach 2008-2011.....	199
<b>Janusz Majewski:</b> Pszczelarstwo w Polsce – wybrane problemy ekonomiczne.....	209
<b>Dominika Malchar-Michalska:</b> Rozwój polskiego rolnictwa w perspektywie roku 2030 .....	219
<b>Grażyna Mańczak:</b> Bezpośrednie inwestycje zagraniczne a gospodarka Polski.....	229
<b>Natalia Mańkowska:</b> E-administracja a zdolność konkurencyjna gospodarki .....	240
<b>Aneta Mazur-Jelonek, Anna Rychły-Lipińska, Agnieszka Sałek-Imińska, Monika Zajkowska:</b> Restrukturyzacja jako sposób przeprowadzania zmian organizacyjnych na przykładzie Energa-Operator SA.....	250
<b>Antoni Mickiewicz, Bogdan M. Wawrzyniak:</b> Problematyka wielkoobszarowych gospodarstw rolnych w ustawodawstwie polskim .....	260
<b>Danuta Miłaszewicz:</b> Postępy w realizacji zrównoważonego rozwoju jako kryterium oceny polityki ekonomicznej .....	270
<b>Andrzej Miszczuk:</b> Społeczno-ekonomiczne powiązania transgraniczne regionu peryferyjnego (na przykładzie Polski Wschodniej) .....	280
<b>Bartłomiej Moszoro:</b> Znaczenie innowacyjności przedsiębiorstw w strategii zarządzania zmianą gospodarczą na poziomie regionalnym .....	291
<b>Janusz Myszczyzyn:</b> Przesłanki i ekonomiczne konsekwencje polityki protekcyjnej na przykładzie „unii żyta i żelaza”.....	300
<b>Magdalena Olczyk:</b> Zmiany strukturalne a konkurencyjność polskiego przemysłu .....	311
<b>Artur Ostromęcki, Dariusz Zajac, Andrzej Mantaj:</b> Wpływ zmian wybranych czynników produkcji na towarowość i strategię rozwoju gospodarstw rolnych .....	322
<b>Mieczysław Piechnik:</b> Aspekty infrastruktury regionalnej i jej wpływ na rozwój turystyki w makroregionie Polski Wschodniej w latach 2000-2010.....	333
<b>Zbigniew Piepiora:</b> Aktywna polityka przeciwdziałania skutkom klęsk żywiołowych w województwie zachodniopomorskim – aspekty finansowe .....	345
<b>Wojciech Piontek:</b> Implikacje teorii wyboru publicznego dla budowy gospodarki niskoemisyjnej i zasobooszczędnej.....	361
<b>Zdzisław W. Puślecki:</b> Zmiany we wzajemnych zależnościach w polityce rolnej między WTO i Unią Europejską.....	371
<b>Marcin Ratajczak, Jan Wołoszyn, Ewa Stawicka:</b> Koncepcja CSR w aspekcie pracowników na przykładzie przedsiębiorstw agrobiznesu z województwa mazowieckiego.....	381
<b>Józef Rudnicki:</b> Czy podział akcji maksymalizuje bogactwo akcjonariuszy?	391

<b>Robert Rusielik, Michał Świtlyk, Artur Wilczyński:</b> Efektywność publicznych uczelni technicznych w Polsce w latach 2007-2009 .....	403
<b>Iwona Salejko-Szyszczyk:</b> Ewolucja barier prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w Polsce .....	413
<b>Anna Sieczko, Iлона Wyszyńska:</b> Jakość usług w przedsiębiorstwie społecznym na przykładzie fundacji dzieciom „Zdążyć z Pomocą” .....	423
<b>Magdalena Kinga Stawicka:</b> Specjalne strefy ekonomiczne w Unii Europejskiej.....	434
<b>Piotr Szajner:</b> Wpływ reformy regulacji rynku cukru w UE na efektywność polskiego przemysłu cukrowniczego .....	444
<b>Iwona Szczepaniak:</b> Ocena poziomu samowystarczalności żywnościowej Polski w warunkach integracji i globalizacji gospodarczej .....	454
<b>Piotr Szkudlarek:</b> Polityka regionalna państwa w aspekcie budowy infrastruktury szerokopasmowej na przykładzie Polski Wschodniej.....	465
<b>Paweł Szudra:</b> Bariery lokalizacji małych przedsiębiorstw handlowych i usługowych.....	474
<b>Agnieszka Ścianowska:</b> Wpływ inwestycji współfinansowanych ze środków funduszu spójności na kształtowanie cen przedsiębiorstw wodociągowo-kanalizacyjnych.....	484
<b>Arkadiusz Świadek, Marek Tomaszewski:</b> Ewolucja aktywności innowacyjnej z perspektywy wielkości przedsiębiorstw w systemach regionalnych Polski.....	494
<b>Marek Wigier:</b> Efekty realizacji WPR w Polsce – doświadczenia i wyzwania w perspektywie do 2020 roku .....	504
<b>Krzysztof Wiktorowski:</b> Polityki i strategie rozwoju na tle systemu zarządzania rozwojem Polski.....	514
<b>Tomasz Wojewodziec:</b> Recesywne zachowania gospodarstw rolniczych prowadzonych przez przedsiębiorców ubezpieczonych w KRUS.....	523
<b>Grażyna Wolska:</b> Infrastruktura pocztowa w Polsce. Wybrane problemy badawcze .....	532
<b>Agata Wójcik:</b> Koszty i dochodowość polskich gospodarstw mlecznych należących do europejskiego stowarzyszenia producentów mleka w 2010 r. ....	542
<b>Sabina Ząbek, Joanna Kott, Zdzisław Szalbierz:</b> Analiza sytuacji ekonomiczno-finansowej PGE – Polskiej Grupy Energetycznej SA.....	552
<b>Józef Stanisław Zegar:</b> Konkurencyjność ekonomiczna <i>versus</i> konkurencyjność społeczna w rolnictwie.....	563

## Summaries

<b>Franciszek Adamczuk:</b> New development strategy for Euroregion Neisse-Nisa-Nysa (ERN) – conditions and its evaluation.....	23
<b>Piotr Adamczyk:</b> Using the recommendations in investing process on the share market.....	33
<b>Agata Balińska:</b> Quality as a determinant of the competitiveness of rural tourism.....	42
<b>Przemysław Borkowski:</b> Feasibility study in the assessment of infrastructure project risk.....	52
<b>Marta Czyż, Dariusz Cichoń:</b> Selected aspects of property management in sustainable development process.....	64
<b>Paulina Filip:</b> Franchising as a system of cooperation and financing of enterprises.....	75
<b>Małgorzata Fronczek:</b> The significance of Russia as Polish partner in foreign trade in years 1995-2010.....	85
<b>Marcin Gospodarowicz:</b> The analysis of enterprise development in rural areas in Poland in the years 2006-2010.....	95
<b>Jakub Górka, Patrycja Chodnicka:</b> Prediction of ATM network development in Poland.....	105
<b>Anna Grabowska:</b> Investments in the market of art as a way for the diversification of the investment portfolio in times of crises on the financial markets.....	114
<b>Marianna Greta, Ewa Tomczak:</b> Common agricultural policy as an element of actuating and protecting Polish agriculture.....	124
<b>Renata Grochowska:</b> European budget as a business game of Member States based on the Common Agricultural Policy's example.....	133
<b>Marcin Jurewicz:</b> Decentralization of the system of German chambers of commerce.....	141
<b>Bogusław Kaczmarek, Ewa Tomczak:</b> The Common Agricultural Policy and the changes in functioning of the original production's sector in Poland.....	149
<b>Lidia Kaliszczak:</b> Premises and manifestations of shaping the climate encouraging local entrepreneurship.....	159
<b>Renata Karkowska:</b> Systemic risk – theory and analysis of reasons.....	169
<b>Joanna Kenc:</b> The effects of town twinning cooperation of the main cities of Lower Silesia Voivodeship.....	178
<b>Ewa Kołoszycz:</b> Risk management tools in agriculture after the reform of the CAP.....	187
<b>Dorota Komorowska:</b> Management efficiency of the selected types of organic and conventional farms.....	198

<b>Elwira Leśna-Wierszółowicz:</b> Problems of the protection of pension system in Poland in the context of complaints referring to the Insurance Ombudsman between 2008 and 2011 .....	208
<b>Janusz Majewski:</b> Beekeeping in Poland – selected economic problems.....	218
<b>Dominika Malchar-Michalska:</b> The development of Polish agricultural sector in the perspective of the year 2030 .....	228
<b>Grażyna Mańczak:</b> Foreign direct investments and Polish economy .....	239
<b>Natalia Mańkowska:</b> E-government and competitive ability of the economy	249
<b>Aneta Mazur-Jelonek, Anna Rychły-Lipińska, Agnieszka Salek-Imińska, Monika Zajkowska:</b> Restructuring as a form of implementation of organizational changes on the basis of Energa-Operator SA .....	259
<b>Antoni Mickiewicz, Bogdan M. Wawrzyniak:</b> Issues of multi-territorial farms in Polish legislation .....	269
<b>Danuta Miłaszewicz:</b> Progress towards sustainable development as a criterion of economic evaluations .....	279
<b>Andrzej Miszczuk:</b> Socio-economic transborder links of peripheral region (on the example of eastern Poland).....	290
<b>Bartłomiej Moszoro:</b> The importance of innovation of enterprises in the strategy of economic change management at the regional level .....	299
<b>Janusz Myszczyzyn:</b> Reasons and economic consequences of protectionist policy on the example of the “union of rye and iron” .....	310
<b>Magdalena Olczyk:</b> Structural changes and competitiveness in the Polish industry .....	321
<b>Artur Ostromecki, Dariusz Zając, Andrzej Mantaj:</b> Influence of change of chosen factors of production on the marketability and strategies of development of agricultural holdings .....	332
<b>Mieczysław Piechnik:</b> Aspects of regional infrastructure and its impact on the development of tourism in the macroregion of eastern Poland in the years 2000-2010.....	344
<b>Zbigniew Piepiora:</b> Active policy of natural disasters prevention in West Pomeranian Voivodeship – financial aspects .....	360
<b>Wojciech Piontek:</b> Implications of the public good theory for the creation of low carbon and resource-efficient economy.....	369
<b>Zdzisław W. Puślecki:</b> Changes in mutual interdependence between the WTO and the European Union in the agricultural policy .....	380
<b>Marcin Ratajczak, Jan Wołoszyn, Ewa Stawicka:</b> Concept of CSR in the aspect of employees on the example of agribusiness enterprises from Mazowieckie Voivodeship.....	390
<b>Józef Rudnicki:</b> Do stock splits maximize shareholders’ wealth?.....	402
<b>Robert Rusielik, Michał Świtlyk, Artur Wilczyński:</b> Efficiency of public technical universities in Poland in 2007-2009.....	412

<b>Iwona Salejko-Szyszcak:</b> The evolution of the privatization barriers of public enterprises in Poland.....	422
<b>Anna Sieczko, Iłona Wyszynska:</b> Quality of services delivered by non-government organisations based on an example of charity for children „Zdążyć z Pomocą” .....	433
<b>Magdalena Kinga Stawicka:</b> Special economic zones in the European Union .....	443
<b>Piotr Szajner:</b> Impact of the EU sugar market reform on the efficiency of Polish sugar industry .....	453
<b>Iwona Szczepaniak:</b> Assessment of the level of food self-sufficiency of Poland in the conditions of economic integration and globalization.....	464
<b>Piotr Szkudlarek:</b> Regional policy of the state in the context of construction of broadband infrastructure on the example of eastern Poland.....	473
<b>Paweł Szudra:</b> Barriers of location of small trading and service companies .	483
<b>Agnieszka Ścianowska:</b> The influence of the investments cofinanced from the Coherency Fund sources on the price policy of water-sewage companies .....	493
<b>Arkadiusz Świadek, Marek Tomaszewski:</b> Evolution of innovative activity from the perspective of size of companies in regional systems in Poland .	503
<b>Marek Wigier:</b> Effects of the CAP in Poland – experiences and challenges in the perspective to 2020 .....	513
<b>Krzysztof Wiktorowski:</b> Development policies and strategies against the background of the system of development management of Poland.....	522
<b>Tomasz Wojewodziec:</b> Recessive behaviors of farms run by entrepreneurs insured by KRUS.....	531
<b>Grażyna Wolska:</b> Postal infrastructure in Poland. Selected research problems.....	541
<b>Agata Wójcik:</b> Costs and profitability of Polish dairy farms belonging to the European Dairy Farmers in 2010.....	551
<b>Sabina Ząbek, Joanna Kott, Zdzisław Szalbierz:</b> Analysis of economic and financial situation of PGE SA .....	562
<b>Józef Stanisław Zegar:</b> Economic competitiveness versus social competitiveness in agriculture.....	573



**Piotr Adamczyk**

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

---

## WYKORZYSTANIE REKOMENDACJI W PROCESIE INWESTOWANIA NA RYNKU AKCJI

---

**Streszczenie:** Celem opracowania było sprawdzenie, czy rekomendacje wydawane przez instytucje finansowe w odniesieniu do akcji mogą być przydatne w procesie inwestowania oraz jakie wyniki osiągnie inwestor, podejmując decyzje zgodne z sugestiami analityków. Stwierdzono, że w badanym okresie dla transakcji zakupu akcji w oparciu o rekomendacje „kupuj” średnia stopa zwrotu i mediana były ujemne. Podobne wyniki uzyskano dla rekomendacji „sprzedaj”. Jednocześnie w połowie przypadków kurs osiągnął poziom docelowy określony w rekomendacji. Z przeprowadzonej analizy wynika, że rekomendacje mogą stanowić cenne źródło informacji o spółkach, ale decyzje o zakupie lub sprzedaży akcji powinny zostać poparte innymi przesłankami.

**Słowa kluczowe:** rekomendacja, stopa zwrotu, akcja.

### 1. Wstęp

Proces doboru spółek do portfela inwestycyjnego, choć najczęściej poparty analizą, ma w pewnym stopniu charakter subiektywny. Inne kryteria wyboru stosują inwestorzy instytucjonalni, a inne indywidualni, co wynika z różnic w celach inwestycyjnych, posiadanym kapitale czy zakładanym horyzoncie inwestycyjnym. Wyniki badania przeprowadzonego przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych wskazują, że typowy inwestor indywidualny podejmuje decyzję o zakupie lub sprzedaży papierów wartościowych w sposób złożony, kierując się wieloma przesłankami. Największy odsetek inwestorów deklaruje, że wykorzystuje samodzielnie przygotowane analizy (64,2%) oraz kieruje się własną intuicją (63,5%)<sup>1</sup>. Ponad 40% inwestorów bierze pod uwagę rekomendacje przygotowane przez analityków instytucji finansowych.

Celem opracowania jest stwierdzenie, czy rekomendacje te mogą być przydatne w procesie inwestowania oraz jakie wyniki osiągnie inwestor, podejmując decyzje zgodne z sugestiami analityków. Sformułowano hipotezę badawczą, że inwestycje

---

<sup>1</sup> Wyniki badań przedstawiono w artykule: T. Prusek, *Jaki jest polski inwestor giełdowy?*, „Gazeta Wyborcza” 5.03.2012.

podjęte w oparciu o zalecenie zakupu akcji przynoszą dodatnią stopę zwrotu, a sprzedaż papierów dokonana zgodnie z rekomendacją pozwala inwestorowi na uniknięcie strat. Analizę przeprowadzono w oparciu o zbiór 103 rekomendacji wydanych przez krajowe i zagraniczne instytucje finansowe w IV kwartale 2010 r., w odniesieniu do spółek wchodzących w skład indeksu WIG 20 na koniec 2010 r.

## 2. Analiza fundamentalna jako przesłanka wydania rekomendacji

Poszczególne podmioty i osoby będące uczestnikami rynku finansowego różnią się pod wieloma względami, ale ogólnie określonym celem każdego inwestora jest systematyczne powiększanie posiadanego kapitału. Ze względu na źródła i sposoby wykorzystywania informacji inwestorów stosujących strategie inwestycyjne można podzielić na następujące grupy<sup>2</sup>:

- zwolenników analizy fundamentalnej, którzy uważają, że ceny papierów wartościowych zależą od kondycji ekonomicznej emitenta oraz sytuacji w jego bezpośrednim i dalszym otoczeniu;
- zwolenników tzw. strategii efektywnego rynku, którzy zakładają możliwość uzyskania akceptowanego przez inwestora, ze względu na stopę zwrotu i związane z nią ryzyko, portfela inwestycyjnego, dającego się jednoznacznie określić przy wykorzystaniu narzędzi statystyki matematycznej;
- zwolenników analizy technicznej, którzy posługują się wyłącznie informacjami o kursach akcji i skonstruowanymi na ich podstawie wskaźnikami i wykresami.

Analiza fundamentalna to metoda przewidywania ruchów cen w dłuższym okresie, zakładająca, że zasadniczy wpływ na zjawiska rynkowe mają procesy ekonomiczne, które występują poza rynkiem zorganizowanym<sup>3</sup>. Można ją także określić jako metodę prognozowania kierunku i zasięgu zmian cen na podstawie obecnych lub oczekiwanych relacji popytu i podaży<sup>4</sup>. Analiza fundamentalna jest procesem składającym się na ogół z trzech etapów: analizy makroekonomicznej, analizy sektorowej (branżowej) oraz analizy przedsiębiorstwa, którego akcjami zainteresowany jest inwestor<sup>5</sup>. Analiza przedsiębiorstwa kończy się jego wyceną, która może być również dokonywana niezależnie od pozostałych etapów. Wycena jest pojęciem związanym z procesem ustalania wartości przedsiębiorstwa i może wynikać z różnorodnych przesłanek, m.in. związanych z transferem praw własności, czyli transakcjami kupna–sprzedaży, prowadzącymi do zmiany właściciela (właścicieli)

<sup>2</sup> A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 102-103.

<sup>3</sup> U. Banaszczak-Soroka, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 89.

<sup>4</sup> V. K. Tharp, *Gięda, wolność i pieniądze. Poradnik spekulanta*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 2000, s. 72.

<sup>5</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 211.

przedsiębiorstwa<sup>6</sup>. Polega na określeniu wartości spółki, czyli sprawiedliwej ceny, jaką na prawidłowo funkcjonującym rynku powinna osiągnąć akcja analizowanej spółki<sup>7</sup>. Rzeczywista wartość akcji to jej tzw. wartość wewnętrzna, określana także mianem prawdziwej lub teoretycznej<sup>8</sup>. Istnieje wiele metod wyceny akcji, ale w praktyce stosuje się jedno z pięciu podstawowych podejść<sup>9</sup>:

- podejście księgowo – wartość akcji określana jest jako wartość aktywów netto przypadająca na jedną akcję;
- podejście likwidacyjne – wartość określa się jako cenę sprzedaży aktywów, w przypadku gdyby spółka była likwidowana;
- podejście opcyjne – składniki kapitału spółki (kapitał własny i dług) traktowane są jako opcje;
- podejście mnożnikowe – akcja wyceniana jest na podstawie akcji innych spółek, które uznawane są za „podobne” do danej spółki;
- podejście dochodowe – wartość akcji stanowi sumę wartości bieżących przyszłych przepływów pieniężnych z tytułu posiadania akcji.

Ustalenia rzeczywistej wartości akcji dokonuje się w celu zidentyfikowania akcji niedowartościowanych, które należy kupić, lub akcji przewartościowanych, które można sprzedać<sup>10</sup>. A zatem wewnętrzną wartość akcji można traktować jako limity jej ceny w zawieranych na giełdzie transakcjach<sup>11</sup>. Jednym ze sposobów inwestowania opartych na analizie fundamentalnej jest powoływanie się na instytucje, które specjalizują się w ocenie sytuacji spółek. Analizując wyniki finansowe oraz sytuację zarówno sektorową, jak i koniunkturalną, są w stanie ocenić potencjał spółki do wzrostu w wyznaczonym okresie, w postaci rekomendacji.

### 3. Podstawy prawne i systematyka rekomendacji

Najważniejsze regulacje prawne dotyczące wydawania rekomendacji w odniesieniu do instrumentów finansowych 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>12</sup>, wydanego na podstawie art. 42, ust. 2. Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi<sup>13</sup>. Rozporządzenie to określa rodzaje informacji stanowiących reko-

<sup>6</sup> A. Jaki, *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska, Kraków 2008, s. 45 i n.

<sup>7</sup> K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 157.

<sup>8</sup> W. Dębski, wyd. cyt., s. 214.

<sup>9</sup> K. Jajuga, T. Jajuga, wyd. cyt., s. 157-159.

<sup>10</sup> J. Czekał (red.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 346.

<sup>11</sup> W. Dębski, wyd. cyt., s. 216.

<sup>12</sup> DzU 2005, nr 206, poz. 1715.

<sup>13</sup> DzU 2005, nr 183, poz. 1538.

mendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, sposób sporządzania i rozpowszechniania takich rekomendacji oraz szczegółowe warunki, jakim powinny one odpowiadać.

Rekomendacjami są raporty, analizy lub innego rodzaju informacje, zalecające lub sugerujące określone zachowania inwestycyjne, w tym opinie odnoszące się do bieżącej lub przyszłej wartości lub ceny instrumentów finansowych, jeżeli zawierają informacje stanowiące zalecenia podjęcia określonych działań inwestycyjnych w odniesieniu do określonych instrumentów finansowych, przeznaczone do dystrybucji za pośrednictwem kanałów dystrybucji rekomendacji lub przekazywane do publicznej wiadomości<sup>14</sup>. Rekomendacja powinna zawierać informacje pozwalające na identyfikację rekomendującego, czyli nazwę podmiotu odpowiedzialnego za sporządzenie rekomendacji, oraz imię i nazwisko osoby sporządzającej rekomendację, a także datę sporządzenia, wykaz rekomendacji dotyczących danego instrumentu finansowego, przedstawianych przez danego rekomendującego w ciągu ostatnich 6 miesięcy oraz wskazanie silnych i słabych stron zastosowanych metod wyceny instrumentów finansowych, przy czym rekomendujący powinien opierać się co najmniej na dwóch metodach wyceny<sup>15</sup>.

W sytuacji gdy rekomendującym jest niezależny analityk, firma rekomendująca, instytucja kredytowa lub podmiot z nimi powiązany albo inny podmiot, którego podstawowym przedmiotem działalności jest sporządzanie rekomendacji, lub osoba fizyczna zatrudniona w takich podmiotach, rekomendacja powinna: wskazywać wszelkie źródła informacji, na podstawie których została sporządzona; przedstawiać metodę i podstawę wyceny przyjęte przy ocenie instrumentu finansowego oraz projekcje cenowe; należyte wyjaśniać oznaczenie kierunku rekomendacji, jak „kupuj”, „trzymaj”, „sprzedaj” oraz objaśniać ryzyko związane z inwestowaniem w dany instrument finansowy; wskazywać datę pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji oraz okres, z którego dane były podstawą do określania ceny danego instrumentu finansowego, a także zaznaczyć zmianę, w przypadku gdy dana rekomendacja różni się od rekomendacji wydanych w stosunku do tego samego instrumentu finansowego w okresie 12 miesięcy poprzedzających jej wydanie<sup>16</sup>. W treści rekomendacji powinny być również ujawnione wszelkie okoliczności mogące wpłynąć na obiektywność sporządzanych rekomendacji, zwłaszcza informacje o zaangażowaniu kapitałowym podmiotu rekomendującego w instrumenty finansowe będące przedmiotem rekomendacji.

Według najczęściej stosowanej w praktyce klasyfikacji, rekomendacje dzielą się na dwie grupy: fundamentalne, nazywane również kierunkowymi, oraz relatywne. Rekomendacje kierunkowe opierają się na wycenie fundamentalnej spółek i z reguły obowiązują przez 12 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zak-

<sup>14</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, DzU 2005, nr 206, poz. 1715, §3.

<sup>15</sup> Tamże, §4 i §5.

<sup>16</sup> Tamże, §7.

tualizowane, lub do momentu zrealizowania kursu docelowego wskazanego w treści rekomendacji. Obejmują one następujące rodzaje rekomendacji:

- kupuj – oznacza, że według autora rekomendacji akcje spółki posiadają potencjał wzrostu większy niż 10%, a według systemów rekomendacji niektórych domów maklerskich nawet większy niż 15%;
- trzymaj – oznacza, że akcje są właściwie wycenione i należy oczekiwać względnie stabilnych notowań akcji spółki, a według systemów rekomendacji niektórych domów maklerskich dodatniej stopy zwrotu, niższej niż w przypadku rekomendacji „kupuj”;
- sprzedaj – oznacza, że w ciągu 12 najbliższych miesięcy autor rekomendacji spodziewa się ujemnej stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółki, niższej niż (–10%).

Niektóre domy maklerskie w stosowanych systemach rekomendacji przewidują jeszcze dwa dodatkowe rodzaje rekomendacji kierunkowych:

- akumuluj – oznacza, że akcje spółki posiadają potencjał wzrostu, ale nie tak wysoki, jak w przypadku rekomendacji „kupuj”;
- redukuj – oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadkowy, ale mniejszy niż w przypadku rekomendacji „sprzedaj”.

Z kolei rekomendacje relatywne opierają się na odniesieniu do benchmarku i na ogół obowiązują przez 3 miesiące od daty wydania, chyba że wcześniej zostaną zaktualizowane. Rekomendacje tego typu znajdują się w systemach rekomendacji tylko niektórych domów maklerskich i obejmują następujące rodzaje: przeważaj (autor rekomendacji spodziewa się silniejszego niż benchmark zachowania akcji), neutralnie (należy oczekiwać neutralnego zachowania akcji), niedoważaj (rekomendujący spodziewa się słabszego niż benchmark zachowania akcji).

#### 4. Charakterystyka badanej zbiorowości i metodyka badań

W IV kwartale 2010 r., w odniesieniu do spółek, które wchodziły w skład indeksu WIG 20 na koniec 2010 r., upubliczniono łącznie 147 rekomendacji wydanych przez 29 instytucji (tab. 1). W największej liczbie rekomendacji wydano zalecenie „trzymaj” lub „neutralnie”, co sugeruje, że pod koniec 2010 r. większość analityków spodziewała się raczej stabilnej koniunktury na GPW w Warszawie i umiarkowanych wahań kursów akcji w kolejnych miesiącach.

W przeprowadzonym badaniu uwagę skoncentrowano na rekomendacjach kierunkowych, które w analizowanym okresie stanowiły zdecydowaną większość wydanych zaleceń (ponad 92%). W przypadku gdy dana instytucja w badanym kwartale wydała więcej niż jedną rekomendację w odniesieniu do określonej spółki, wzięto pod uwagę rekomendację wydaną najpóźniej. Ostatecznie do dalszego badania zakwalifikowano 103 rekomendacje, z czego 14 nie zawierało informacji o cenie docelowej dla danego papieru wartościowego. Dla każdej rekomendacji obliczono stopę zwrotu z inwestycji dokonanej na jej podstawie według formuły:

$$R_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}} \times 100\%$$

gdzie:  $P_t$  – cena akcji w dniu zakończenia obowiązywania rekomendacji;  $P_{t-1}$  – cena akcji w dniu wydania rekomendacji;  $D_t$  – dywidenda wypłacona w okresie obowiązywania rekomendacji.

**Tabela 1.** Rekomendacje dla akcji spółek wchodzących w skład indeksu WIG 20 na koniec 2010 r.

Rodzaj rekomendacji		Liczba rekomendacji w IV kwartale 2010 r.
Kierunkowe	Kupuj	38
	Akumuluj	11
	Trzymaj/neutralnie	63
	Redukuj	11
	Sprzedaj	13
Relatywne	Przeważaj	2
	Powyżej rynku	3
	Tak jak rynek	2
	Poniżej rynku	1
	Niedoważaj	3
Razem		147

Źródło: opracowanie własne, na podstawie: giealda.wp.pl, 9.03.2012.

Do wyliczenia stopy zwrotu z inwestycji dokonanej w oparciu o wydaną rekomendację przyjęto założenie, że rekomendacja przestaje obowiązywać, jeżeli wystąpiła jedna z następujących przesłanek:

- upłynęło 12 miesięcy od daty jej wydania,
- kurs akcji danej spółki osiągnął poziom docelowy określony w rekomendacji,
- w odniesieniu do danej spółki wydano kolejną rekomendację, o kierunku innym od dotychczasowego.

Za zmianę kierunku w przypadku rekomendacji „kupuj” lub „akumuluj” uznano wydanie rekomendacji „redukuj” lub „sprzedaj”. Z kolei w odniesieniu do rekomendacji o charakterze neutralnym za zmianę kierunku przyjęto wydanie rekomendacji sugerującej zakup, akumulację, redukcję pozycji lub sprzedaż tych akcji. W przypadku rekomendacji „redukuj” lub „sprzedaj” za końcową datę jej obowiązywania przyjęto dzień wydania zalecenia „neutralnie” lub „trzymaj” albo sugerującego nabycie akcji. We wszystkich przypadkach stosowano ceny na zamknięciu danej sesji giełdowej. W kolejnym kroku pogrupowano rekomendacje według kierunku zalecenia i dla każdej grupy obliczono przeciętną stopę zwrotu, medianę i odchylenie

standardowe stopy zwrotu. Ponadto dokonano oceny przydatności wydanych rekomendacji z punktu widzenia inwestora.

## 5. Wyniki badań

W badanym okresie przeciętna stopa zwrotu z inwestycji w akcje spółek, w stosunku do których wydano rekomendacje pozytywne, czyli zalecające ich nabycie, była ujemna (tab. 2). Wartość mediany oznacza, że więcej niż połowa inwestycji dokonanych na podstawie tych rekomendacji analityków zakończyłaby się stratą. Szczególnie niskie wartości średniej i mediany zaobserwowano w przypadku rekomendacji „akumuluj”, chociaż należy zwrócić uwagę na małą liczbę tego typu zaleceń.

**Tabela 2.** Ocena statystyczna stóp zwrotu z inwestycji uzyskanych na podstawie rekomendacji objętych badaniem (w %)

Rodzaj rekomendacji	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe
Kupuj (n = 33)	-5,99	-5,60	7,44
Akumuluj (n = 7)	-11,66	-21,44	15,74
Trzymaj/neutralnie (n = 45)	-6,13	-2,18	15,27
Redukuj (n = 10)	-3,80	-10,08	14,69
Sprzedaj (n = 8)	-3,04	-6,36	13,16

Źródło: obliczenia własne.

W przypadku rekomendacji „trzymaj” lub „neutralnie” prognozy analityków w większym stopniu okazały się zgodne z faktycznie obserwowanym zachowaniem rynku. Zarówno średnia stopa zwrotu z inwestycji, jak i mediana przyjmują wartości mieszczące się w przedziale typowym dla tego rodzaju zaleceń. Z kolei decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie rekomendacji negatywnych umożliwiłyby inwestorowi ochronę swojego kapitału, gdyż średnia stopa zwrotu dla zaleceń „redukuj” i „sprzedaj” była ujemna. Z drugiej strony była ona jednak wyższa niż w przypadku rekomendacji o charakterze neutralnym, trudno więc uznać te prognozy za w pełni potwierdzone przez rynek. Ponadto, porównując wyniki inwestycyjne uzyskane na podstawie rekomendacji pozytywnych i negatywnych, można stwierdzić, że większe korzyści przyniosłoby zajęcie pozycji przeciwnej do kierunku zalecenia.

Chociaż zaobserwowane dla poszczególnych typów zaleceń wartości miar statystyki opisowej odbiegają od uznawanych za wzorcowe według systemów rekomendacji poszczególnych instytucji finansowych, to na tej podstawie nie można jednoznacznie stwierdzić, że rekomendacje są narzędziem nieprzydatnym w procesie inwestowania. Wynika to z faktu, że miary statystyki opisowej mogą wykazywać dużą zmienność w przypadku małej liczby obserwacji lub występowania wartości znacznie odbiegających od pozostałych. Dlatego w kolejnym etapie badania dokonano oceny przydatności rekomendacji w procesie inwestowania. Za przydat-



ne uznano rekomendacje, w przypadku których odnotowano stopy zwrotu zgodne z oczekiwaniami rekomendujących. W odniesieniu do poszczególnych typów rekomendacji przyjęto następujące kryteria przydatności:

- kupuj – stopa zwrotu  $>10\%$ ,
- akumuluj – dodatnia stopa zwrotu,
- trzymaj/neutralnie – stopa zwrotu w przedziale  $<-10\%; 10\%$ ,
- redukuj – ujemna stopa zwrotu,
- sprzedaj – stopa zwrotu  $<-10\%$ .

Stwierdzono, że w analizowanym okresie 60 spośród 103 uwzględnionych w badaniu rekomendacji należy ocenić jako przydatne dla inwestorów według przyjętych kryteriów (tab. 3).

**Tabela 3.** Ocena przydatności badanych rekomendacji w procesie inwestowania

Rodzaj rekomendacji	Przydatne	Nieprzydatne	Odsetek rekomendacji przydatnych (w %)
Kupuj	12	21	36,4
Akumuluj	3	4	42,9
Trzymaj/neutralnie	34	11	75,6
Redukuj	8	2	80,0
Sprzedaj	3	5	37,5
Ogółem	60	43	58,3

Źródło: obliczenia własne.

Szczególnie wysoki odsetek rekomendacji, które można uznać za przydatne, zaobserwowano w odniesieniu do zaleceń „trzymaj” lub „neutralnie” oraz „redukuj”, natomiast najniższy w przypadku rekomendacji „kupuj” i „sprzedaj”, a więc tych typów, które mogą stanowić najcenniejszą wskazówkę dla inwestorów. Stopień przydatności jest jednak w pewnym stopniu zdeterminowany okresem obowiązywania rekomendacji. Im więcej czasu upłynie od dnia jej wydania, tym więcej czynników wpływających na wycenę akcji może ulec zmianie.

**Tabela 4.** Rekomendacje według przyczyn zakończenia ich obowiązywania

Rodzaj rekomendacji	Osiągnięcie ceny docelowej	Wydanie nowej rekomendacji	Upływ 12 miesięcy
Kupuj (n = 33)	11	3	19
Akumuluj (n = 7)	2	4	1
Trzymaj/neutralnie (n = 45)	21	18	6
Redukuj (n = 10)	7	3	-
Sprzedaj (n = 8)	3	3	2
Ogółem	44	31	28

Źródło: obliczenia własne.



W badanej zbiorowości 44 rekomendacje przestały obowiązywać ze względu na osiągnięcie przez instrument finansowy ceny docelowej (tab. 4). Jeśli weźmiemy pod uwagę, że w 14 przypadkach w badanej grupie rekomendujący nie określił takiej ceny, to w co drugiej rekomendacji analitykom udało się poprawnie przewidzieć nie tylko kierunek, ale również zasięg zmiany ceny.

W 31 przypadkach wydano rekomendacje zmieniające, co oznacza, że analitycy zrewidowali swoje zalecenia i uwzględnili zmieniające się warunki rynkowe. Pozostałe rekomendacje wygasły na skutek upływu czasu, na jaki zostały wydane. Spośród 28 rekomendacji obowiązujących przez 12 miesięcy aż 24 oceniono jako nieprzydatne, stosując wspomniane wcześniej kryteria. Oznacza to, że inwestor ze szczególną ostrożnością powinien podchodzić do zaleceń wydawanych jednorazowo. Ważne jest także, aby decyzja o zakupie lub sprzedaży akcji na podstawie rekomendacji nie była podejmowana w oderwaniu od bieżącej koniunktury giełdowej, gdyż zajmowanie pozycji niezgodnej z kierunkiem trendu może prowadzić do znaczących strat.

## 6. Zakończenie

Uzyskane wyniki sugerują, że ceny akcji nie zawsze zachowują się zgodnie z prognozami analityków. Dlatego, chociaż rekomendacje są formułowane przez osoby i instytucje, które dysponują fachową wiedzą i działają w dobrej wierze, to dla inwestora nie powinny stanowić jedynej przesłanki do zajęcia określonej pozycji na rynku. W badanym okresie stopa zwrotu uzyskana z inwestycji dokonanych na podstawie rekomendacji w wielu przypadkach odbiegała od oczekiwań. Nie oznacza to jednak, że należy je zupełnie pomijać w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, gdyż większość rekomendacji była przydatna dla inwestora, a w połowie przypadków osiągnięta została cena docelowa zawarta w zaleceniu.

Inwestor powinien jednak mieć świadomość, że rekomendacje wydawane są na podstawie wyceny dokonanej w oparciu o analizę fundamentalną. W związku z tym walor, w odniesieniu do którego stwierdzono niedowartościowanie i wydano zalecenie „kupuj”, w trakcie trendu spadkowego na giełdzie staje się jeszcze bardziej niedowartościowany i brakuje przesłanek do zmiany kierunku rekomendacji. Reasumując, można stwierdzić, że rekomendacje mogą stanowić dla inwestora cenne źródło informacji o spółkach, ale decyzje o zakupie lub sprzedaży akcji powinny zostać potwierdzone na gruncie innych podejść do inwestowania.

## Literatura

- Banaszczak-Soroka U., *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Czekaj J. (red.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Jaki A., *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska, Kraków 2008.
- Prusek T., *Jaki jest polski inwestor giełdowy?*, „Gazeta Wyborcza” 5.03.2012.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, DzU 2005, nr 206, poz. 1715.
- Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Tharp V.K., *Giełda, wolność i pieniądze. Poradnik spekulanta*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 2000.
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538.  
www.gielda.wp.pl, 9.03.2012.

## USING THE RECOMMENDATIONS IN INVESTING PROCESS ON THE SHARE MARKET

**Summary:** The aim of the study is to analyse whether the stock recommendations issued by the financial institutions could be useful in investing process and what would be the outcomes for the investor who made the decision according to analysts' suggestions. It was observed that in the analysed period the average return and median to “buy” recommendations were negative. The similar results were obtained by “sell” recommendations. Simultaneously, in half of the cases the quotation reached the target level defined in the recommendation. In conclusion, the recommendations may be a reliable source of information about the companies, but cannot be the only ground for making the decisions whether to buy or sell the shares.

**Keywords:** recommendation, rate of return, share.