

**Karol Marek Klimczak**

Akademia Leona Koźmińskiego w Warszawie  
e-mail: kmklim@kozminski.edu.pl

**Marta Dynel**

Uniwersytet Łódzki  
e-mail: marta.dynel@yahoo.com

---

**ASPEKTY LINGWISTYCZNE RAPORTÓW  
ANALITYKÓW**

---

**LINGUISTIC ATTRIBUTES OF EQUITY ANALYSTS'  
REPORTS**

---

DOI: 10.15611/nof.2016.1.03

JEL Classification: G30

**Streszczenie:** Celem artykułu jest opisanie, w jaki sposób analitycy rynku kapitałowego komunikują się z inwestorami w swoich raportach. Autorzy zastosowali metody analizy danych jakościowych w celu zidentyfikowania i skwantyfikowania metod komunikacji w próbie 80 raportów dotyczących spółek KGHM Polska Miedź SA, Orange Polska SA i Lubelski Węgiel Bogdanka SA w latach 2010-2015. Badanie pozwoliło na zweryfikowanie hipotez dotyczących zróżnicowania metod komunikacji stosowanych w raportach uzasadniających rekomendacje: „kupuj”, „trzymaj” i „sprzedaj”. Raporty typu „kupuj” są silnie pozytywne, podczas gdy raporty typu „sprzedaj” zawierają więcej wyjaśnień i korzystają z bardziej złożonego języka. Raporty typu „trzymaj” pozwalają analitykom prezentować osobiste opinie i komunikować niepewność.

**Słowa kluczowe:** analiza finansowa, rynek kapitałowy, komunikacja.

**Summary:** The goal of this paper is to describe the use of communication strategies by equity analysts in the reports that they prepare. The author uses quantitative data analysis to identify and quantify the use of communication strategies on a sample of 80 analytical reports concerning KGHM Polska Miedź S.A., Orange Polska SA and Lubelski Węgiel Bogdanka S.A. over the period from 2010 to 2015. The results show that the use of strategies depends on the type of recommendation being made: buy, hold or sell. Buy reports are strongly positive in tone. Sell reports are characterised by the greater use of explanatory language, they are longer and more complex. Hold reports contain more references to the analysts' personal opinions.

**Keywords:** financial analysis, financial market, communication.

## 1. Wstęp

Raporty analityków publikowane przez domy maklerskie (tzw. raporty *sell-side*) pozwalają inwestorom na ograniczenie nakładów potrzebnych do pozyskania informacji o spółkach. Wysoka liczba analityków śledzących spółkę sprzyja zmniejszeniu asymetrii informacji, a tym samym ryzyka, prowadząc do zwiększonego zainteresowania akcjami spółki ze strony inwestorów [Brennan, Hughes 1991]. Raporty publikowane są w połączeniu z rekomendacją („kupuj”, „trzymaj”, „sprzedaj”) i ceną docelową, zawierają uzasadnienie rekomendacji i dodatkowe informacje o spółce. Przedmiotem prezentowanego badania jest tekst raportu i strategie komunikacyjne w nim wykorzystane.

Motywacji dla podjęcia tematu dostarczają wyniki badań krajowych i zagranicznych. Paweł Mielcarz [2016] badał wpływ zawartości raportu na siłę reakcji rynku w Polsce. W badaniach uwzględnił długość raportu, wykorzystanie elementów graficznych, ton raportu i omówienie metody wyceny. Wyniki wskazują, że cechy raportu mają znaczenie, szczególnie w przypadku rekomendowania sprzedaży. Nasze badanie uwzględnia kolejne cechy raportów: czytelność i strategie zabezpieczenia. Badania zagraniczne również wskazują na znaczenie cech jakościowych: tonu [Twedt, Rees 2012] oraz asertywności i długości raportu [Hunag, Zang, Rong 2014]. Autorzy pogłębiają te badania, wykorzystując dorobek językoznawstwa w zakresie identyfikacji strategii komunikacyjnych przez polskich analityków. Ponadto stworzyli protokoły systematycznego oznaczania występowania tych strategii w tekście, które pozwalają na kwantyfikację ich użycia i weryfikację hipotez statystycznych.

## 2. Hipotezy badawcze

W badaniu postawiono trzy hipotezy dotyczące zróżnicowania stosowania strategii komunikacyjnych w zależności od rodzaju raportu. Pierwszą grupą strategii, jakie zostały poddane badaniu, są oceny (*evaluation*), definiowane jako przypisanie zdarzeniom lub obiektom wartości na skali – od pozytywnych do negatywnych [Hartung 1998]. Komunikowanie oceny jest związane z przynależnością do grupy i uznawaniem wspólnego zestawu wartości [Hunston, Thompson 2000], ale może też być stosowane w celu przekonania odbiorcy do własnych poglądów. Oceny mogą być formowane w sposób otwarty lub dorozumiany, szczególnie gdy autor może odwołać się do wiedzy i wartości wspólnej z obiorami [Bednarek 2010]. W przypadku raportów analityków spotykamy się zarówno z otwartym komunikowaniem (np. negatywnie oceniamy zmiany), jak i z odwołaniem do kontekstu i postaw odbiorców (np. przecena stanowi okazję do zakupu akcji). Zastosowane w badaniu metody oznaczania sformułowań związanych z oceną uwzględniają tę różnorodność. Weryfikacji sposobu oznaczania i kwantyfikacji ocen służy hipoteza pierwsza:

Hipoteza 1: Oceny pozytywne występują częściej w raportach „kupuj”, a negatywne częściej w raportach „sprzedaj” niż w pozostałych rodzajach raportów.

Miary czytelności tekstu, stosowane często w badaniach empirycznych, mają pozwolić określić stopień otwartości autora tekstu i pośrednio świadczyć o jego wiarygodności [Hsieh i in. 2016]. Jednak nasze badanie pokazuje, że analitycy, którzy przygotowują opinie negatywne, w znacznym stopniu starają się uzasadnić i wyjaśnić swoje oceny (*explanatory behaviour*). Rezultatem są gorsze wskaźniki czytelności. Hipoteza ta znajduje uzasadnienie w opublikowanych niedawno badaniach eksperymentalnych, które ujawniają znaczenie wyważenia opinii dla jej odbioru przez czytelników [Winchel 2015]. Stawiamy więc poniższą hipotezę, uwzględniającą dwa sposoby pomiaru czytelności:

Hipoteza 2. W raportach „sprzedaj” analitycy w większym stopniu dbają o zrozumienie podstaw ich opinii niż w pozostałych rodzajach raportów.

2a. Raporty „sprzedaj” są dłuższe (zawierają więcej słów).

2b. Raporty „sprzedaj” zawierają trudniejsze słowa, co przejawia się w wyższych wartościach indeksu czytelności FOG (według [jasnopis.pl](http://jasnopis.pl)).

Oprócz zachowań związanych z uzasadnieniem opinii, analitycy posługują się metodami zabezpieczenia (*hedging*), aby ograniczyć ryzyko błędnych opinii [Fogarty, Rogers 2005]. Zjawisko zabezpieczania jest w literaturze lingwistycznej związane z rozmywaniem przekazu lub ze sterowaniem odpowiedzialnością za poprawność komunikowanych opinii [Lakoff 1972; Markkanen, Shröder 1997]. Może ono być również związane z komunikowaniem ograniczonej pewności co do przekazywanych opinii [Hyland 2000]. W przypadku raportów analityków znajdujemy przykłady każdego z tych sposobów zabezpieczania. Przypisują oni odpowiedzialność za oceny sobie (np. naszym zdaniem) lub czynnikom zewnętrznym (np. biorąc powyższe przesłanki pod uwagę). Otwarcie komunikują niepewność (np. ma szanse) lub posługują się kontekstem.

Na podstawie pracy Martína Martína [2003] zdecydowaliśmy się skupić na subiektywizacji, depersonalizacji i pozostałych zabezpieczeniach. Subiektywizacja służy przedstawieniu opinii jako osobistego zdania analityka, w ten sposób zachęcając czytelnika do podjęcia własnej decyzji o prezentowanych ocenach (np. zakładamy, nasza prognoza). Depersonalizacja służy natomiast przedstawieniu opinii jako pochodzących z zewnątrz, z nieokreślonego źródła, poza analitykiem (np. przesłanki implikują). Wreszcie pozostałe metody zabezpieczania związane są z komunikowaniem niepewności lub braku jednoznacznej opinii (np. prawdopodobnie). Wykorzystanie wszystkich tych metod może zależeć od rodzaju rekomendacji. Raporty typu „kupuj” są jednoznacznie pozytywne, więc nie ma w nich potrzeby stosowania zabezpieczenia. Raporty typu „sprzedaj” są wydawane rzadko, wyłącznie w sytuacji, gdy analityk jest pewny swojej opinii, więc nie są w nich stosowane te metody. W związku z tym stawiamy następującą hipotezę:

Hipoteza 3. Strategie zabezpieczania są częściej wykorzystywane w raportach „trzymaj” niż w pozostałych rodzajach raportów.

### 3. Metoda badania

Badanie zostało przeprowadzone za pomocą metod analizy danych jakościowych z wykorzystaniem teorii językoznawstwa. W pierwszym etapie przeprowadzono ręczną analizę zawartości raportów w celu zidentyfikowania występujących w nich strategii komunikacyjnych, które opisano w poprzedniej części artykułu. Następnie stworzono protokoły wyszukiwania i oznaczania poszczególnych strategii za pomocą funkcji wyszukiwania leksykalnego w programie MAXQDA. Za pomocą tych protokołów oznaczono strategie występujące w każdym dokumencie, zweryfikowano kodowanie i obliczono częstotliwości występowania. Uzyskane w ten sposób dane poddano opisowej analizie statystycznej w celu weryfikacji hipotez.

W badaniu wykorzystano próbę 80 raportów opublikowanych w latach 2010-2015 przez analityków z głównych domów maklerskich: Dom Maklerski BDM SA, Dom Inwestycyjny BRE Banku SA, Dom Maklerski BZWBK SA, Millennium Dom Maklerski SA, Trigon Dom Maklerski SA, Dom Maklerski PKO BP SA. Raporty pobrano z bazy danych EMIS. Do badania wybrano raporty trzech spółek, które cieszyły się dużym zainteresowaniem analityków: KGHM Polska Miedź SA, Orange Polska SA i Lubelski Węgiel Bogdanka SA. Dwie pierwsze spółki należą do największych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie, więc są stale obiektem zainteresowania inwestorów. Bogdanka to spółka, która w czasie objętym badaniem wchodziła na giełdę, więc jej potencjał i wyniki były szeroko komentowane. Próba jest zróżnicowana pod względem typów rekomendacji: 20 „kupuj”, 15 „sprzedaj” i 45 „trzymaj”. Zróżnicowane były też wyniki spółek, a każda z nich przechodziła okresy wzrostów i spadków.

Analizę raportów ograniczono do pierwszej strony na podstawie wyników wstępnych analiz. Pierwsza strona zawiera wszystkie informacje istotne dla rekomendacji, podczas gdy kolejne strony zawierają wykresy, wyjaśnienia i powtórzenia tych informacji. Analitycy zakładają więc, że to pierwsza strona jest kluczowa dla uzasadnienia rekomendacji. Na podstawie ręcznej analizy tekstów wyróżniono rodzaje strategii komunikacyjnych stosowanych przez analityków, które następnie skwantyfikowano.

Kwantyfikacja użycia strategii komunikacyjnych wykorzystywała funkcję wyszukiwania leksykalnego i automatycznego kodowania w programie MAXQDA:

1) zidentyfikowanie słów kluczowych w segmentach tekstu oznaczonych ręcznie w raportach typu „kupuj” i „sprzedaj”,

2) stworzenie listy słów kluczowych dla poszczególnych strategii, uruchomienie wyszukiwania leksykalnego i automatyczne oznaczenie zdań, w których występują te strategie,

- 3) weryfikacja kodowania automatycznego przez przejrzanie oznaczonych segmentów i skorygowanie listy słów kluczowych,
- 4) ponowne wyszukiwanie i oznaczanie występowania strategii,
- 5) weryfikacja oznaczonych segmentów i usunięcie błędnie oznaczonych fragmentów.

Strategie oceny kodowane były osobno dla oceny pozytywnej i negatywnej, a następnie obliczono wskaźnik POSNEG równy ilorazowi różnicy między liczbą pozytywnych i negatywnych segmentów występujących w rekomendacji przez łączną liczbę segmentów. Przegląd automatycznie oznaczonych segmentów wykazał, że błędy występują często przy oznaczaniu pozytywnych ocen w raportach typu „sprzedaj” i negatywnych w raportach typu „kupuj”. Problemy powodowały także zdania zawierające negację. Błędy występowały rzadko w raportach typu „trzymaj”.

Strategie subiektywizacji, depersonalizacji i zabezpieczenia kodowane były w podobny sposób. Subiektywizacja jest łatwa do automatycznego kodowania, ponieważ jest związana z użyciem drugiej osoby liczby mnogiej i odpowiednich form gramatycznych. Trudniejsze jest oznaczenie użycia depersonalizacji, ponieważ nie istnieje reguła gramatyczna, która pozwalałaby na łatwą identyfikację tej strategii. Dodatkowo oznaczono inne strategie zabezpieczające wyrażające niepewność, związane ze słowami kluczowymi: prawdopodobnie, może, wskazuje, sugeruje, wydaje się.

#### 4. Wyniki

Wyniki przedstawione w tab. 1 pokazują różnice w stosowaniu strategii komunikacyjnych przez analityków w zależności od typu rekomendacji. Zmienna POSNEG, mierząca proporcję pozytywnych i negatywnych ocen w tekście, przyjmuje wyraźnie wyższe wartości dla rekomendacji typu „kupuj” (średnia 0,5) niż „trzymaj” (−0,09) czy „sprzedaj” (−0,65). Statystyka  $Z$  testu Manna-Whitneya na różnicę w wartościach zmiennej POSNEG między raportami „kupuj” a pozostałymi osiąga wartość 4,87. Warto zauważyć, że raporty typu „trzymaj” cechuje największy rozrzut wartości POSNEG, podczas gdy raporty typu „sprzedaj” cechują ujemne wartości tej zmiennej.

Raporty typu „sprzedaj” charakteryzują się większą liczbą słów niż pozostałe raporty (statystyka  $Z$  testu Manna-Whitneya wynosi 2,75). Wyniki testów wskazują, że słowa w nich wykorzystane nie są trudniejsze niż w raportach typu „trzymaj” i niewiele trudniejsze niż w raportach typu „kupuj”. Trudność słów jest mierzona za pomocą indeksu FOGa obliczanego przez [jasnopis.pl](http://jasnopis.pl).

Zmienne mierzące stosowanie strategii zabezpieczania (podsumowanych przez zmienną ALLHEDGE) osiągają wyższe wartości wśród raportów typu „trzymaj” niż „kupuj” lub „sprzedaj” (statystyka  $Z$  Manna-Whitneya równa 5,53). Szczególnie widoczne jest niewielkie wykorzystanie tych strategii w raportach typu „kupuj”, natomiast w raportach typu „sprzedaj” używana jest subiektywizacja (SUBJPHR). W każdym jednak przypadku statystyki testu Manna-Whitneya osiągają istotne wartości, wskazując na większe wykorzystanie tych metod w raportach typu „trzymaj”.

Powyższe wyniki zweryfikowaliśmy, porównując wyniki testów Manna-Whitneya z testem *t*-Studenta i chi-kwadrat.

**Tabela 1.** Statystyki opisowe dla próby

| Zmienna                 | Średnia | Od. st. | N  | Min   | Q1    | Q2    | Q3    | Max   |
|-------------------------|---------|---------|----|-------|-------|-------|-------|-------|
| Raporty typu „kupuj”    |         |         |    |       |       |       |       |       |
| POSNEG                  | 0,50    | 0,34    | 20 | -0,30 | 0,34  | 0,52  | 0,71  | 1,00  |
| SUBJPHR                 | 1,65    | 3,65    | 20 | 0     | 0     | 0     | 0     | 11    |
| DEPPHR                  | 0,35    | 0,99    | 20 | 0     | 0     | 0     | 0     | 4     |
| HEDGE                   | 0,80    | 2,19    | 20 | 0     | 0     | 0     | 0     | 8     |
| ALLHEDGE                | 2,80    | 5,94    | 20 | 0     | 0     | 0     | 0     | 19    |
| WORDS                   | 456     | 142     | 20 | 228   | 383   | 421   | 511   | 755   |
| FOG                     | 11,20   | 1,43    | 20 | 8,59  | 10,32 | 11,31 | 12,28 | 13,62 |
| Raporty typu „trzymaj”  |         |         |    |       |       |       |       |       |
| POSNEG                  | -0,09   | 0,53    | 45 | -1    | -0,50 | -0,14 | 0,20  | 1,00  |
| SUBJPHR                 | 6,69    | 3,59    | 45 | 1     | 4     | 6     | 9     | 18    |
| DEPPHR                  | 1,18    | 1,32    | 45 | 0     | 0     | 1     | 2     | 5     |
| HEDGE                   | 3,40    | 2,49    | 45 | 0     | 2     | 3     | 5     | 10    |
| ALLHEDGE                | 11,27   | 5,10    | 45 | 3     | 8     | 10    | 13    | 23    |
| WORDS                   | 433     | 123     | 45 | 225   | 358   | 398   | 487   | 759   |
| FOG                     | 13,02   | 1,95    | 45 | 9,28  | 11,57 | 12,64 | 14,55 | 18,73 |
| Raporty typu „sprzedaj” |         |         |    |       |       |       |       |       |
| POSNEG                  | -0,65   | 0,24    | 15 | -1    | -0,83 | -0,67 | -0,50 | -0,14 |
| SUBJPHR                 | 4       | 4,02    | 15 | 0     | 0     | 6     | 8     | 10    |
| DEPPHR                  | 0,33    | 0,72    | 15 | 0     | 0     | 0     | 0     | 2     |
| HEDGE                   | 1,80    | 2,11    | 15 | 0     | 0     | 1     | 4     | 6     |
| ALLHEDGE                | 6,13    | 6,36    | 15 | 0     | 0     | 8     | 12    | 16    |
| WORDS                   | 563     | 175     | 15 | 358   | 405   | 501   | 754   | 861   |
| FOG                     | 12,53   | 1,88    | 15 | 9,51  | 11,14 | 12,26 | 14,18 | 16,02 |

POSNEG to iloraz różnicy między pozytywnymi i negatywnymi ocenami przez sumę tych dwóch wartości, SUBJPHR to liczba zdań z subiektywizacją, DEPPHR to liczba zdań z depersonalizacją, HEDGE to liczba zdań z zabezpieczeniami, ALLHEDGE to suma SUBJPHR, DEPPHR i HEDGE, FOG to indeks czytelności obliczany przez [jasnopis.pl](http://jasnopis.pl), WORDS to liczba słów. Oznaczenia w główce: Od. st. – odchylenie standardowe, Q1, Q2 i Q3 – wartości kolejnych kwartyli, Q2 jest jednoznaczne z medianą.

Źródło: opracowanie własne.

## 5. Zakończenie

Celem badania było opisanie, w jaki sposób analitycy rynku kapitałowego komunikują się z inwestorami za pomocą przygotowanych przez siebie raportów. Aby to osiągnąć, zidentyfikowano trzy rodzaje strategii komunikacyjnych – oceny, czytelność i zabezpieczenia – których wykorzystanie zmierzono w próbie 80 raportów analityków. Postawiono trzy hipotezy dotyczące zróżnicowania w wykorzystaniu strategii komunikacyjnych w zależności od rodzaju raportu („kupuj”, „trzymaj”, „sprzedaj”).

Hipoteza pierwsza, dotycząca wykorzystania większej liczby pozytywnych ocen w raportach typu „kupuj”, a negatywnych w raportach typu „sprzedaj”, znalazła potwierdzenie w danych. Ciekawa jest również obserwacja raportów typu „trzymaj”, które charakteryzują się największym zróżnicowaniem w ocenach. Hipoteza druga, dotycząca czytelności raportów typu „sprzedaj”, została potwierdzona częściowo. Raporty te faktycznie są dłuższe, lecz stosowane w nich słowa nie wymagają od czytelników większej biegłości w terminologii ekonomicznej niż w przypadku pozostałych typów raportów. Hipoteza trzecia, dotycząca stosowania metod zabezpieczenia, została potwierdzona. Raporty „trzymaj” charakteryzują się wyraźnie wyższym stopniem wykorzystania tych metod niż pozostałe.

Przedstawione badanie wnosi do literatury propozycję zastosowania metod systematycznego identyfikowania i oznaczania w tekstach finansowych fragmentów o wybranych charakterystykach. Metoda ta umożliwia kwantyfikację i weryfikację hipotez dotyczących wykorzystania różnych strategii komunikacyjnych. Ponadto jest to pierwsze badanie, które wskazuje na specyfikę raportów typu „trzymaj”. Raporty te nie wiążą się z jednoznaczną rekomendacją, lecz pozwalają analitykom na podzielenie się z inwestorami swoimi opiniami. Tekst raportu może więc pełnić istotną rolę informacyjną, szczególnie w czasach zwiększonej niepewności na rynkach finansowych. Dalsze badania w tym obszarze pozwolą na głębsze zrozumienie mechanizmów komunikacji.

## Literatura

- Bednarek M., 2010, *The Language of Fictional Television: Drama and Identity*, Continuum, London.
- Brennan M.J., Hughes P.J., 1991, *Stock prices and the supply of information*, *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 5, s. 1665-1691.
- Fogarty T.J., Rogers R.K., 2005, *Financial analysts' reports: an extended institutional theory evaluation*, *Accounting, Organizations and Society*, vol. 30, no. 4, s. 331-356.
- Hartung M., 1998, *Ironie in der Alltagssprache*, Westdeutscher Verlag, Opladen/Wiesbaden.
- Hsieh C.-C., Hui K.W., Zhang Y., 2016, *Analyst report readability and stock returns*, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 43, no. 1-2, s. 98-130.
- Huang A.H., Zang A.Y., Rong Z., 2014, *Evidence on the information content of text in analyst reports*, *Accounting Review*, vol. 89, no. 6, s. 2151-2180.

- Hunston S., Thompson G., 2000, *Evaluation: an Introduction*, [w:] Hunston S., Thompson G. (red.), 2000, *Evaluation in Text: Authorial Stance and the Construction of Discourse*, Oxford University Press, Oxford, s. 1-27.
- Hyland K., 2000, *Hedges, boosters and lexical invisibility*, *Language Awareness*, vol. 9, s. 179-197.
- Lakoff G., 1972, *Hedges: A study in meaning criteria and the logic of fuzzy forms*, *Journal of Philosophical Logic*, vol. 2, s. 458-508.
- Markkanen R., Schröder H., 1997, *Hedging and Discourse. Approaches to the Analysis of a Pragmatic Phenomenon in Academic Texts*, Mouton de Gruyter, Berlin.
- Martín Martín P., 2003, *The pragmatic rhetorical strategy of hedging in academic writing*, *Vigo International Journal of Applied Linguistics*, vol. 1, s. 57-72.
- Mielcarz P., 2016, *Krótkookresowy wpływ rekomendacji na rynek giełdowy w Polsce*, PWN, Warszawa.
- Twedt B., Rees L., 2012, *Reading between the lines: An empirical examination of qualitative attributes of financial analysts' reports*, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 31, no. 1, s. 1-21.
- Winchel J., 2015, *Investor reaction to the ambiguity and mix of positive and negative argumentation in favorable analyst reports*, *Contemporary Accounting Research*, vol. 32, no. 3, s. 973-999.