



Krzysztof Wańczyk

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Finansów i Ubezpieczeń
Katedra Inwestycji i Nieruchomości
krzysztof.wanczyk@edu.uekat.pl

STOPY ZWROTU Z AKCJI NA PODSTAWIE REKOMENDACJI GIEŁDOWYCH BANKÓW NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest weryfikacja hipotezy, zgodnie z którą rekomendacje giełdowe zalecające kupno akcji banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie pozwalają inwestorowi osiągnąć dodatnie stopy zwrotu z inwestycji. Autor badania przeprowadził analizę 704 rekomendacji wydanych przez 32 różne instytucje finansowe między 1 czerwca 2012 a 30 czerwca 2016 r. Pod uwagę wzięto zależność, jaka występuje pomiędzy potencjałem wzrostu notowań danej spółki w dniu wydania rekomendacji a rzeczywistą stopą zwrotu, jaką mógł osiągnąć inwestor, zakupując akcje danej spółki. W badaniach uwzględniono długoterminową stopę zwrotu określaną jako stopę wzrostu osiągniętą po 12 miesiącach od publikacji rekomendacji giełdowej oraz analizowano, jak zachowują się notowania akcji w krótkoterminowej perspektywie, poczynając od dnia wydania rekomendacji do okresu 3 i 6 miesięcy. Uzyskane wyniki pozwalają sądzić, że inwestowanie na podstawie rekomendacji giełdowych zalecających kupno akcji może stanowić wiarygodną ocenę kondycji finansowej emitenta i tym samym pozwala osiągnąć dodatnie stopy zwrotu z inwestycji. Badania wykazały pozytywną zależność między zaleceniem „Kupuj” a stopą zwrotu z inwestycji, która w perspektywie 12 miesięcy od wydania rekomendacji wyniosła +15,96%. Tymczasem w tym samym okresie stopa zwrotu dla rekomendacji „Trzymaj” kształtowała się na poziomie +3,24%, a dla rekomendacji „Sprzedaj” wyniosła +0,66%.

Słowa kluczowe: rekomendacje, strategia inwestycyjna, inwestycje, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, rynek kapitałowy.

JEL Classification: G140.

Wprowadzenie

Prekursorem badań nad skutecznością rekomendacji giełdowych był A. Cowles [1933]. Podał on analizie możliwość uzyskiwania ponadprzeciętnych stóp zwrotu z inwestycji na podstawie rekomendacji wydawanych przez 16 serwisów finansowych w latach 1928-1932. Przeprowadzone badania wykazały, że inwestor, który stosował się do rekomendacji opracowanych przez specjalistów, nie mógł realizować ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

Ciekawe badanie dotyczące skuteczności wydawanych rekomendacji giełdowych przeprowadził B. Barber i in. [2003]. Wykazało ono, że inwestycje w akcje spółek, dla których wystawiono rekomendację „Kupuj”, przyniosły większą ponadprzeciętną stopę zwrotu niż inwestowanie w spółki, które otrzymały inne rekomendacje. Jednak strategia ta przyniosła ujemne stopy zwrotu w latach 2000-2001. Było to związane z bessą na rynku giełdowym, jaka wystąpiła w tym czasie.

Inne podejście analizy mające na celu zbadanie skuteczności rekomendacji wydawanych przez brytyjskich analityków przeprowadzili P. Ryan i R. Taffler [2006]. Analizowali oni, jak zmieniała się cena akcji w momencie, gdy dochodziło do zmiany rekomendacji na „Kupuj” w latach 1993-1995. Otrzymane wyniki wskazały, że kurs spółek w miesiącu wystawienia rekomendacji „Kupuj” rósł średnio 2,06%. W kolejnych miesiącach od momentu wystawienia rekomendacji analiza wpływu rekomendacji na stopy zwrotu z inwestycji w akcje nie wskazała statystycznie istotnych wyników.

W Polsce badania zależności między rekomendacjami a cenami akcji prowadził m.in. H. Gurgul [2006], który analizował krótkookresowy wpływ rekomendacji „Kupuj” na ceny akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Próba badawcza obejmowała rekomendacje wydane dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 w latach 1995-2003. Wyniki badań wskazały na brak statystycznie istotnego krótkoterminowego wpływu rekomendacji „Kupuj” na ceny akcji.

Badania wpływu rekomendacji na ceny akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie prowadzili także P. Mielcarz, B. Podgórski i P. Waremczuk [2007]. Celem badań była próba określenia, w jakim stopniu pozytywne rekomendacje przekładają się na możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu z inwestycji. Próba badawcza obejmowała rekomendacje wydane w latach 2005-2006. Uzyskane wyniki pokazały, że rekomendacje zalecające kupno akcji w krótkim okresie pozwalają osiągnąć po-

nadprzeciętne stopy zwrotu. Rok później w innym badaniu B. Podgórski i P. Mielcarz [2008] analizowali wpływ negatywnych i neutralnych rekomendacji na generowanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przeprowadzone badania wskazały na występowanie krótkoterminowego wpływu negatywnych rekomendacji na podstawie ponadprzeciętnych ujemnych stóp zwrotu z inwestycji w akcje notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Badania dotyczące skuteczności wydawanych w Polsce rekomendacji giełdowych prowadzili także Ł. Konopko i E. Kokolus [2012]. Uzyskane wyniki pokazały, że w latach 2010-2011 tylko 47% akcji objętych rekomendacjami osiągnęło w ciągu 12 miesięcy od daty publikacji raportu analitycznego z rekomendacją ceny docelowe.

Analizę empiryczną, mającą na celu zweryfikowanie zasadności strategii inwestycyjnych opartych na rekomendacjach maklerskich, przeprowadzili również A. Zaremba i P. Konieczka [2014]. Badanie bazowało na portfelach long/short, które przetestowano względem modeli rynkowego i CAPM oraz dotyczyło wszystkich spółek notowanych na GPW w latach 2005-2012. Obliczenia wskazują, że rekomendacje maklerskie nie mają praktycznie żadnej wartości informacyjnej dla inwestorów. Strategia zajmowania pozycji długich w spółkach najlepiej ocenianych i pozycji krótkich w spółkach najgorzej ocenianych przyniosła historycznie ujemne ponadprzeciętne stopy zwrotu.

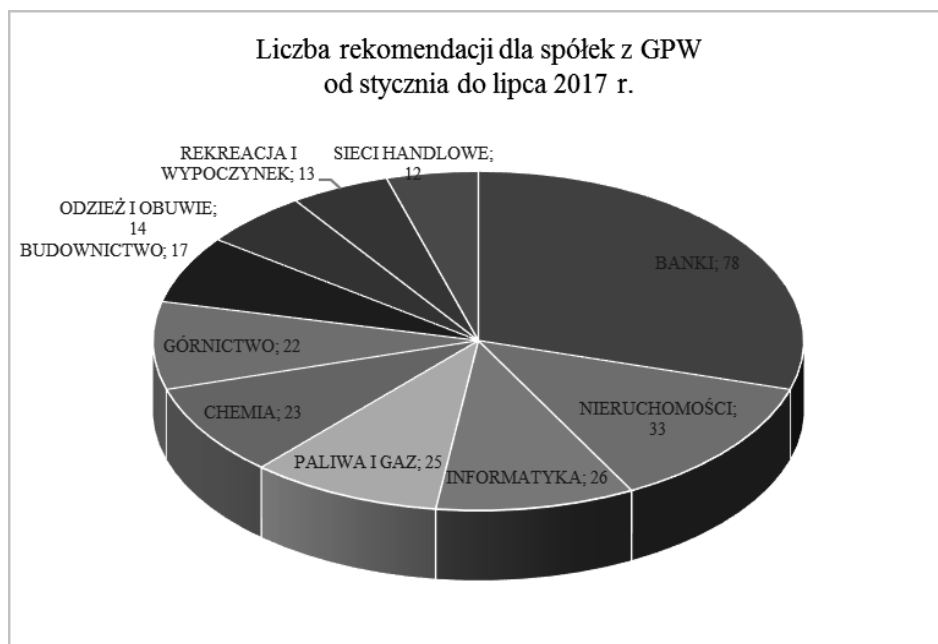
Z kolei najnowsze badania P. Mielcarza [2015] dowodzą, że ceny akcji spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych w Warszawie reagują silnie nie tylko z powodu wydania rekomendacji, ale również na skalę odchylenia cen rekomendowanych od rynkowych. Ponadto wyniki badań wykazały, że rekomendacje negatywne słabiej oddziałują na spółki o dużej kapitalizacji i wysokich wskaźnikach płynności.

Na podstawie przeglądu literatury przedmiotu można przyjąć, że w krótkim terminie od momentu wydania rekomendacji dla spółek giełdowych można osiągnąć ponadprzeciętne stopy zwrotu z inwestycji w te akcje. W długim okresie zależność ta prawdopodobnie nie występuje. Ponadto w literaturze przedmiotu prowadzono badania nad skutecznością rekomendacji uwzględniające różne kryteria mogące wpływać na skuteczność. Wśród nich można wskazać reputacje analityków opracowujących rekomendacje [Stickel, 1995] oraz częstotliwości, z jakimi analitycy dokonywali rewizji wcześniej wystawionych rekomendacji [Hobbs, Kovacs, Sharma, 2012]. Autorowi niniejszego artykułu nie są jednak znane badania wskazujące na zależność między potencjałem wzrostu notowań

akcji wynikające z rekomendacji giełdowych a rynkową stopą zwrotu osiąganą w okresie ważności rekomendacji. W związku z powyższym autor postawił sobie za cel sprawdzenie, jaka jest relacja między prognozowaną stopą zwrotu z rekomendacji a rzeczywistą stopą zwrotu z inwestycji w akcje rekomendowanej spółki.

1. Metodyka badań

Celem badań było przyjęcie lub odrzucenie hipotezy, zgodnie z którą inwestowanie na podstawie rekomendacji zalecających kupno akcji banków pozwala inwestorowi osiągnąć dodatnią stopę zwrotu z inwestycji. Pod uwagę wzięto rekomendacje dla spółek z sektora bankowego notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wybór ten wynika z tego, że notowane na GPW banki są najczęściej rekomendowanymi spółkami przez analityków w porównaniu do spółek z innych sektorów gospodarki.



Rys. 1. Liczba rekomendacji dla spółek z GPW od stycznia do lipca 2017 r.

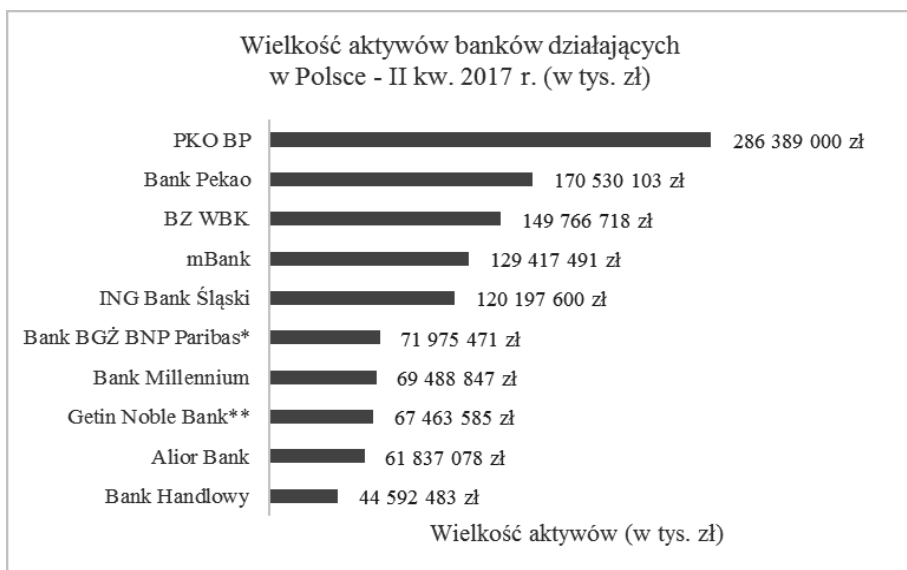
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [www 1].

Popularność ta wynika z tego, że są to instytucje finansowe, których działalność jest powszechnie znana każdemu inwestorowi. Z bankami mamy do czynienia na co dzień, ponieważ opłacenie bieżących rachunków, wykonanie przelewu, wzięcie kredytu odbywa się najczęściej za pośrednictwem tych podmiotów. Dlatego też ponad 83% Polaków posiada ich główny produkt, czyli konto bankowe [www 2]. Świadczy to o tym, że są to przedsiębiorstwa o dużym zaufaniu społecznym. Poza tym banki są przedsiębiorstwami, które cechuje stabilna sytuacja finansowa, co oznacza, że występuje bardzo małe prawdopodobieństwo upadłości likwidacyjnej. W związku z tym stanowią ważny element dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Tym samym jest to najbardziej popularna branża inwestorów. Z tego też powodu biura maklerskie wychodzą naprzeciw swoim klientom i publikują najwięcej rekomendacji inwestycyjnych dla tego sektora gospodarki.

Z tego względu analizie poddano 10 największych pod względem aktywów banków działających w Polsce, które są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Z próby badawczej wykluczono Bank BGŻ BNP Paribas, ponieważ bank ten nie jest rekomendowany przez analityków, oraz Getin Noble Bank, który został objęty programem naprawczym ze względu na niestabilną sytuację finansową. W związku z tym w grupie analizowanych spółek znajdowało się 8 banków, wymieniając kolejno pod względem wielkości aktywów: PKO BP, Pekao, BZ WBK, mBank, ING Bank Śląski, Bank Millennium, Alior Bank oraz Bank Handlowy.

W sumie zostały przeanalizowane 704 rekomendacje wydane przez 32 różne instytucje finansowe między 1 czerwca 2012 r. a 31 czerwca 2016 r. Wszystkie poddane analizie rekomendacje zostały pobrane z portalu Bankier.pl. Najwięcej rekomendacji wydano kolejno dla Pekao (119), PKO BP (104), Alior (94), BZ WBK (87), mBank (81), Bank Handlowy¹ (80), Millennium (75) i ING (64).

¹ Z badań wyłączono rekomendację „Kupuj” z potencjałem wzrostu notowań spółki o wartości 60,76%, ponieważ mocno zniekształcała wyniki badań.

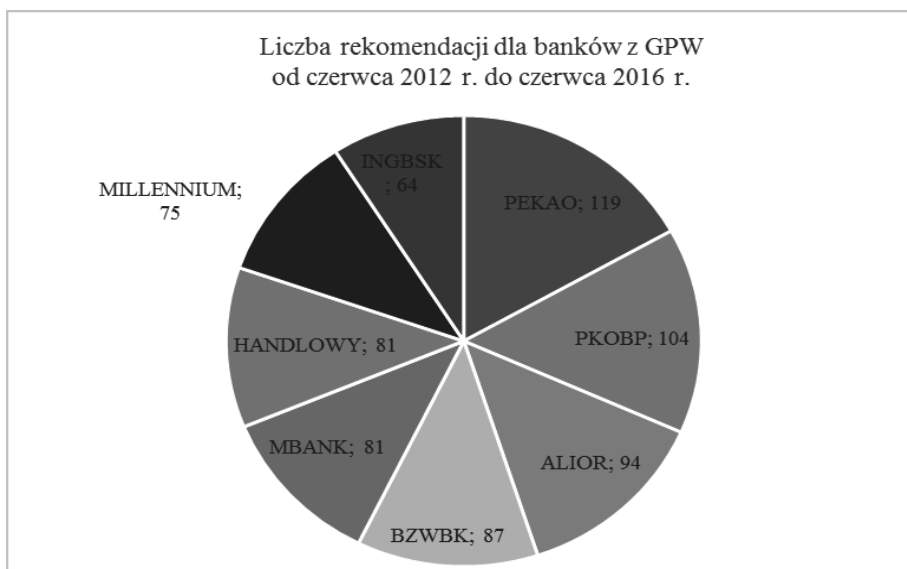


* Brak rekomendacji giełdowych dla spółki.

** Bank objęty programem naprawczym ze względu na raportowane straty finansowe.

Rys. 2. Wielkość aktywów banków działających w Polsce – II kw. 2017 r. (w tys. zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków detalicznych notowanych na GPW za II kw. 2017 r.



Rys. 3. Liczba rekomendacji dla banków z GPW od czerwca 2012 r. do czerwca 2016 r.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie rekomendacji giełdowych.

W celu zweryfikowania hipotezy badawczej oszacowano w wartości procentowej potencjał wzrostu ceny akcji badanej spółki w dniu wydania rekomendacji. Wielkość potencjału wzrostu ceny akcji wyznaczono na podstawie procentowego odchylenia ceny akcji badanej spółki w dniu wydania rekomendacji od ceny docelowej wskazanej w rekomendacji. Szacunku dokonano zgodnie z poniższą formułą²:

$$PW_i = \frac{CD}{CZ_i} - 1,$$

gdzie:

PW_i – potencjał wzrostu dla akcji i osiągnięty w dniu wydania rekomendacji,

CZ_i – cena zamknięcia akcji i osiągnięta w dniu wydania rekomendacji,

CD – cena docelowa rekomendowanej spółki wskazana w wydanej rekomendacji.

W ten sposób dla każdej z 704 rekomendacji otrzymano wartość procentowego odchylenia między ceną zamknięcia akcji i osiągniętą w dniu wydania rekomendacji a ceną docelową wskazaną w rekomendacji. Przeprowadzona analiza wyników wykazała, że wartości procentowego odchylenia ceny akcji od ceny docelowej dla badanych spółek znajdowały się w przedziale od -30% do $+60\%$. Mając na uwadze powyższe ograniczenia, przyjęto, że potencjał ponad 10-procentowego spadku notowań akcji będzie odpowiadał rekomendacji „Sprzedaj”; dla rekomendacji „Trzymaj” przyjęto kryterium potencjału wzrostu/spadku notowań spółki w zakresie od -10% do $+10\%$. Z kolei gdy potencjał wzrostu kursu spółki przekraczał $+10\%$, wtedy przyjęto, że jest to rekomendacja zalecająca kupno akcji. Poza tym przeprowadzono analizę zyskowności z inwestycji w akcje w perspektywie krótkoterminowej uwzględniającej okres trzech miesięcy oraz perspektywę średnioterminową (okres 6 miesięcy) i długoterminową (okres 12 miesięcy). W tym celu przyjęto zasadę, że stopa zwrotu z inwestycji będzie mierzona w dniu wydania rekomendacji oraz na zakończenie kolejnego miesiąca inwestycji, aż do końca 12. miesiąca po wydaniu rekomendacji. Za każdy miesiąc przyjęto 20 sesji. Za miarę dochodu, osiągniętego przez inwestorów z tytułu posiadania akcji, przyjęto dzienną logarymiczną stopę zwrotu wyrażoną poniższym wzorem³:

$$r_t = \ln \frac{C_t}{C_{t-1}}$$

² Wzór na potencjał wzrostu cen akcji został przeredagowany na potrzeby niniejszego artykułu. Jest to inaczej dzienna logarymiczna stopa zwrotu z inwestycji [Pera, 2016].

³ Wzór na podstawie K. Pera [2016].

gdzie:

r_t – logarytmiczna stopa zwrotu z inwestycji w akcje,

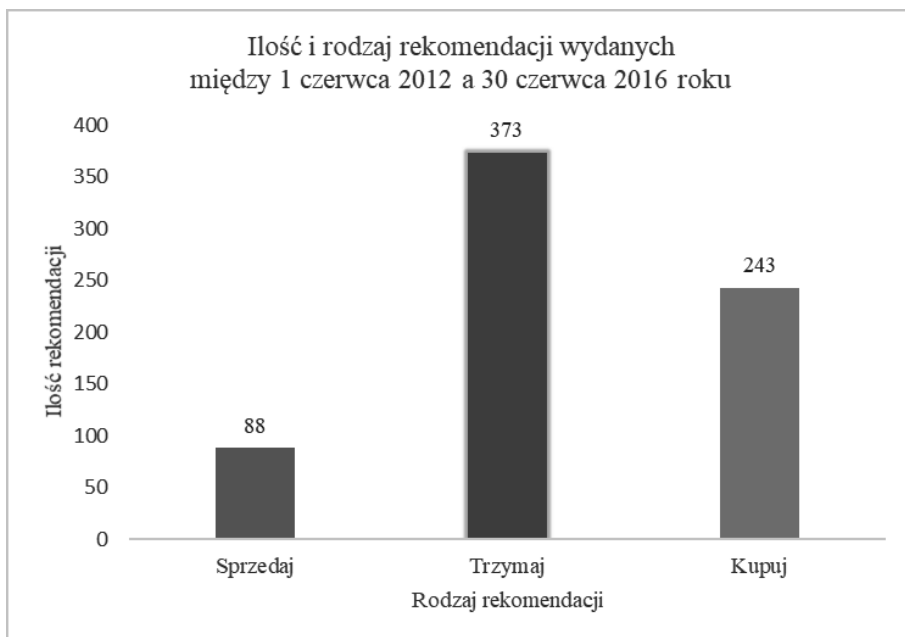
C_t – cena akcji w bieżącym okresie,

C_{t-1} – cena akcji w okresie bazowym.

Korzystając z wyżej opisanej metodyki badawczej, oszacowano zależność występującą między prognozowaniem przez analityków potencjału wzrostu cen akcji a faktycznymi zmianami cen akcji, które wystąpiły w określonym czasie na rynku kapitałowym.

2. Wyniki badań

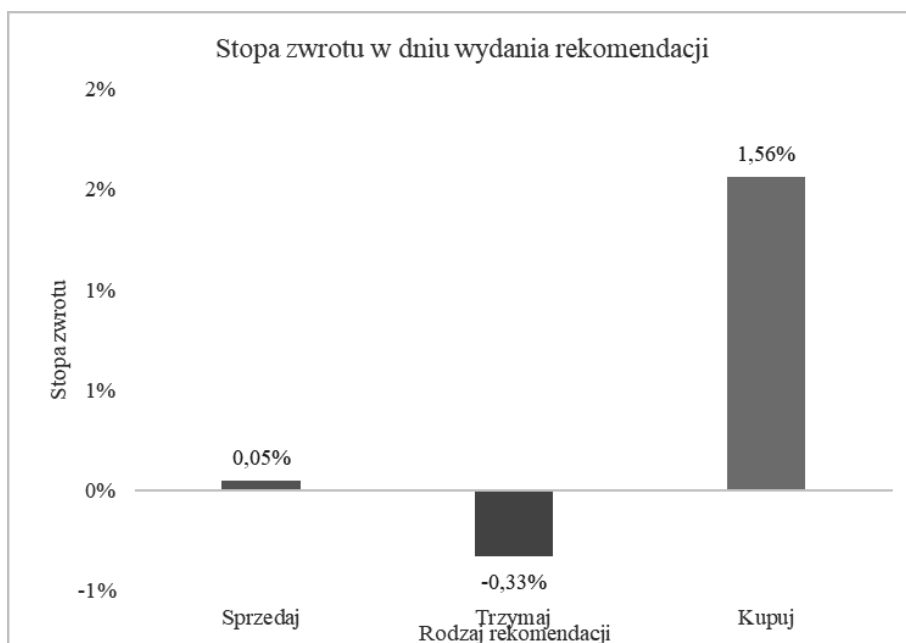
Wyniki badań wykazały, że w okresie od 1 czerwca 2012 r. do 31 czerwca 2016 r. wydano 373 rekomendacje „Trzymaj”. Drugą najliczniejszą grupę stanowiły spółki z rekomendacją „Kupuj” (243 sztuki). Dodatkowo w tym okresie pojawiło się 88 rekomendacji „Sprzedaj”, co jest spójne z wynikami badań J. Papakroniego [2012], który stwierdził, że analitycy są najmniej skłonni do wydawania rekomendacji „Sprzedaj”.



Rys. 4. Ilość i rodzaj rekomendacji wydanych między 1 czerwca 2012 r. a 30 czerwca 2016 r.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie rekomendacji giełdowych.

W kolejnym etapie badań wykazano zależność, jaka występuje pomiędzy potencjałem wzrostu notowań spółki a stopą zwrotu osiąganą z inwestycji w dniu wydania rekomendacji. Badania wykazały, że inwestor, który w swoich decyzjach inwestycyjnych kierował się rekomendacjami „Kupuj” i posiadał akcje tylko w dniu wydania rekomendacji, zarobił 1,56%. Jest to wynik znacznie wyższy w porównaniu do sytuacji, gdy rekomendacja zalecała trzymanie waleń w portfelu (-0,33%). Jednak okazało się, że był to wynik gorszy niż w sytuacji, gdy publikowano rekomendacje „Sprzedaj”, ponieważ stopa zwrotu wyniosła wtedy +0,05%. Są to jednak wyniki nieuwzględniające kosztów prowizji. Poza tym te wyniki można było osiągnąć tylko wtedy, gdy inwestor posiadał rekomendację przed otwarciem sesji. Pojawiały się jednak przypadki, w których rekomendację publikowano w trakcie sesji albo nawet po jej zakończeniu.



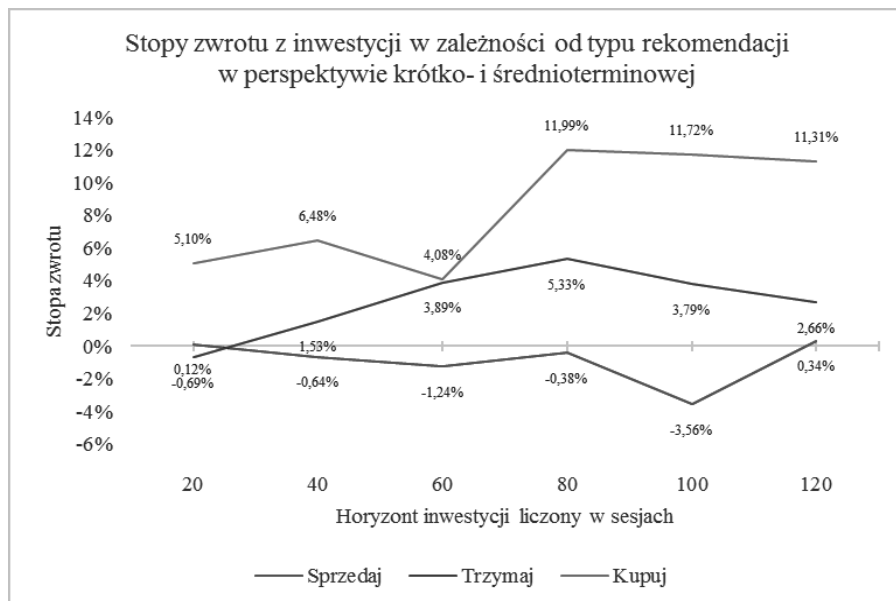
Rys. 5. Stopa zwrotu z inwestycji w dniu wydania rekomendacji

Źródło: Obliczenia własne na podstawie rekomendacji giełdowych.

W związku z tym w kolejnym etapie badań przystąpiono do analizy, jakie stopy zwrotu można było osiągnąć w perspektywie krótkoterminowej uwzględniającej horyzont inwestycyjny trzech miesięcy (60 sesji) oraz perspektywie średnioterminowej uwzględniającej horyzont inwestycyjny sześciu miesięcy

(120 sesji). W pierwszym przypadku można było zaobserwować wyraźną zależność pomiędzy rodzajem rekomendacji a stopą zwrotu, jaką inwestor mógłby osiągnąć w okresie do trzech miesięcy. Okazało się, że kierując się rekomendacją „Kupuj”, można było osiągnąć stopę zwrotu w wysokości 4,08%, tymczasem rekomendacja „Trzymaj” gwarantowała zysk z inwestycji wynoszący 3,89%. Przed stratą chroniła inwestora rekomendacja „Sprzedaj”, w przeciwnym bowiem przypadku musiałyby się pogodzić z utratą kapitału w wysokości 1,24%.

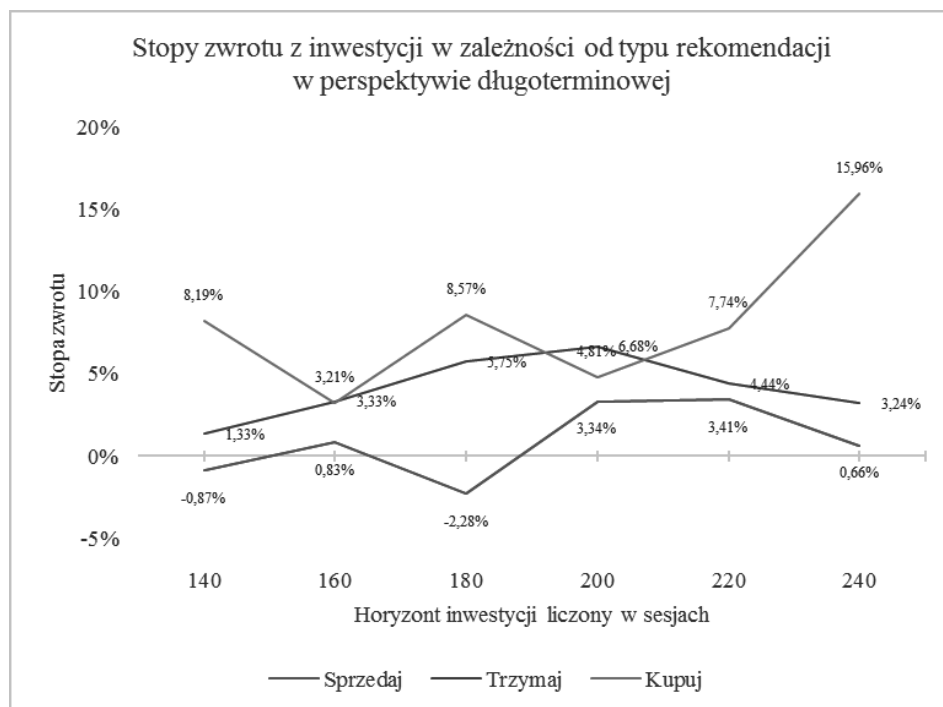
W perspektywie średnioterminowej uwzględniającej horyzont czasowy sześciu miesięcy (120 sesji) można było zaobserwować jeszcze większą rozbieżność pomiędzy stopą zwrotu z inwestycji a rodzajem rekomendacji giełdowej. Z badań wynika, że inwestor, który posługiwał się zaleceniami kupna walorów, mógł w okresie pierwszych sześciu miesięcy od wydania rekomendacji wypracować zysk z inwestycji w wysokości 11,31%. Znacznie gorszy wynik inwestor osiągał w przypadku, gdy w swoich inwestycjach kierował się wyłącznie zaleceniami „Trzymaj”, na rachunku inwestycyjnym mógł bowiem osiągnąć co najwyżej zysk wynoszący 2,66%. Jednocześnie okazało się, że warto było słuchać analityków zalecających sprzedaż akcji, ponieważ inwestor nie osiągnął istotnych korzyści z posiadania akcji w portfelu. Stopa zwrotu w tym okresie wyniosła 0,34%.



Rys. 6. Stopa zwrotu z inwestycji w zależności od typu rekomendacji w perspektywie krótko- i średnioterminowej

Źródło: Obliczenia własne na podstawie rekomendacji giełdowych.

Interesujące wyniki badań przedstawiają się również w horyzoncie długoterminowym, uwzględniającym 12-miesięczną perspektywę (240 sesji) inwestycji w akcje w zależności od tego, jakim rodzajem rekomendacji („Kupuj”, „Trzymaj”, „Sprzedaj”) kierował się inwestor. Okazało się, że zalecenie „Kupuj” sugerujące nabycie konkretnych akcji pozwoliło wypracować najwyższą stopę zwrotu z inwestycji – 15,96%. Wyraźnie mniej zyskowną strategią okazało się posługiwanie się rekomendacjami „Trzymaj”, które dały stopę zwrotu w horyzoncie 12-miesięcznym wynoszącą 3,24%. Jednocześnie badania wykazały, że rekomendacje zalecające sprzedaż akcji okazały się zasadne, ponieważ trzymanie tych akcji w portfelu dało jedynie stopę zwrotu w wysokości 0,66%.



Rys. 7. Stopa zwrotu z inwestycji w zależności od typu rekomendacji w perspektywie długoterminowej

Źródło: Obliczenia własne na podstawie rekomendacji giełdowych.

Podsumowanie

Wyniki badań wskazały, że inwestowanie w akcje banków na podstawie rekomendacji „Kupuj”⁴ przynosi relatywnie wyższe stopy zwrotu niż w przypadku pozostałych rekomendacji giełdowych. Okazją do kupna okazały się rekomendacje „Kupuj”. Posługiwanie się tego typu rekomendacjami w pierwszym dniu wydania rekomendacji pozwoliło inwestorowi osiągnąć stopę zwrotu wynoszącą 1,56%. Jest to przeciętny wynik w porównaniu do oprocentowania jednodniowej lokaty overnight, które oscyluje w okolicach 0,5-1,7% [www 3]. Poza tym wynik ten nie uwzględnia zapłaconych prowizji od zleceń kupna i sprzedaży. Tym samym realna stopa zwrotu po odliczeniu kosztów transakcji oraz uwzględnieniu poziomu inflacji byłaby ujemna.

Zdecydowanie mniejszą dzienną stopę zwrotu na poziomie $-0,33\%$ można było osiągnąć w sytuacji, gdy dla spółki była wydawana rekomendacja „Trzymaj”⁵, co jest uzasadnione dla założeń tego typu rekomendacji. Podobne wnioski płyną dla rekomendacji „Sprzedaj”⁶, gdzie dzienna stopa zwrotu w dniu wydania rekomendacji wyniosła $+0,05\%$. Uzyskany wynik badań uzasadnia prawidłową zależność pomiędzy rodzajem rekomendacji a osiąganą stopą zwrotu z inwestycji.

Ponadto badania wykazały, że można było zaobserwować pozytywną zależność pomiędzy wysokością stopy zwrotu a horyzontem trwania inwestycji. Dotyczy to rekomendacji zalecających kupno akcji, gdzie stopa zwrotu stabilnie rosła, by w perspektywie krótkoterminowej (3 miesiące) osiągnąć poziom $4,08\%$, średnioterminowej (6 miesięcy) – stopę na poziomie $+11,31\%$, natomiast w okresie 12-miesięcznym $+15,96\%$. Przedstawione wyniki inwestycyjne są spójne z założeniami wyceny akcji, których celem jest wyznaczenie prognozowanej stopy zwrotu w horyzoncie rocznym. Tymczasem w przypadku rekomendacji „Trzymaj” nie wykazano żadnej zależności pomiędzy osiąganą stopą zwrotu a horyzontem inwestycji. Badania pokazały, że stopy kształtowały się odpowiednio na poziomie $+3,89\%$, $+2,66\%$, $+3,24\%$, ale jest to uzasadnione, ponieważ rekomendacje te są neutralne dla posiadacza akcji. Zaskakujące są jednak wyniki badań dla rekomendacji „Sprzedaj”, dla których stopy zwrotu z inwestycji w zależności od horyzontu czasowego kształtują się odpowiednio

⁴ Dla rekomendacji „Kupuj” przyjęto warunek zakładający potencjał wzrostu notowań spółki większy niż 10% .

⁵ Dla rekomendacji „Trzymaj” przyjęto warunek zakładający potencjał wzrostu notowań spółki w przedziale -10% do $+10\%$.

⁶ Dla rekomendacji „Sprzedaj” przyjęto warunek zakładający potencjał spadku notowań spółki większy niż 10% .

na poziomie $-1,24\%$, $+0,34\%$ oraz $+0,66\%$. Przed badaniami oczekiwano silnie ujemnej korelacji pomiędzy okresem inwestycji a osiąganą stopą zwrotu. Tymczasem okazuje się, że wydanie zalecenia „Sprzedaj akcje” nie wiązało się ze spadkiem notowań akcji. Tym samym wątpliwe było podejście sugerujące sprzedaż posiadanych akcji w portfelu pod wpływem raportu analitycznego.

Podsumowując, wyniki badań pozwoliły przyjąć hipotezę, zgodnie z którą rekomendacje giełdowe zalecające kupno akcji banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przynoszą dodatnią stopę zwrotu z inwestycji zarówno w krótko-, średnio-, jak i długoterminowym okresie trwania inwestycji.

Literatura

- Barber B., Lehavy R., McNichols M., Trueman B. (2003), *Reassessing the Returns to Analysts' Stock Recommendations*, "Financial Analysts Journal", Vol. 59, No. 2, s. 88-96.
- Cowles A. (1933), *Can Stock Market Forecasters Forecast?* "Econometrica", Vol. 1, No. 3, s. 309-324.
- Gurgul H. (2006), *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Hobbs J., Kovacs T., Sharma V. (2012), *The Investment Value of the Frequency of Analyst Recommendation Changes for the Ordinary Investor*, "Journal of Empirical Finance", Vol. 19, No. 1, s. 94-108.
- Konopko Ł., Kokolus E. (2012), *Sprawdzalność rekomendacji domów maklerskich*, XVII Międzynarodowa Konferencja Studenckich Kół Naukowych w Opolu.
- Mielczak P., Podgórski B., Waremczuk P. (2007), *Positive Recommendations and Abnormal Returns on the Warsaw Stock Exchange in 2005-2006* [w:] E. Urbańczyk (ed.), *The Problems of Company Value Management*, Publishing House Print Group.
- Papakroni J. (2012), *The Dispersion Anomaly and Analyst Recommendations*, „Review of Financial Studies”, Vol. 7, No. 1, s. 97-124.
- Pera K., Buła R., Celej M. i in. (2016), *Modele inwestycyjne – zbiór przykładów i zadań*, C.H.Beck, Warszawa.
- Podgórski B., Mielczak P. (2008), *Wpływ negatywnych i neutralnych rekomendacji na osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu na GPW w latach 2005-2006* [w:] E. Urbańczyk (red.), *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 7*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Ryan P., Taffler R.J. (2006), *Do Brokerage Houses Add Value? The Market Impact of UK Sell-side Analyst Recommendation Changes*, "The British Accounting Review", Vol. 38, No. 4, s. 371-386.

- Stickel S.E. (1995), *The Anatomy of the Performance of Buy and Sell Recommendations*, "Financial Analysts Journal", Vol. 51, No. 5, s. 25-39.
- Zaremba A., Konieczka P. (2014), *Skuteczność rekomendacji maklerskich na polskim rynku akcji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 573-581.
- [www 1] Biznes PAP, *Odsetek pozytywnych rekomendacji dla spółek z GPW wzrósł do 49,1 proc. – zestawienie PAP*, <http://biznes.pap.pl/pl/news/pap/info/2377885,odsetek-pozytywnych-rekomendacji-dla-spolek-z-gpw-wzrosl-do-49-1-proc-zestawienie-pap> (dostęp: 18.07.2017).
- [www 2] NBP, *Postawy Polaków wobec obrotu bezgotówkowego*, http://www.nbp.pl/systemplacniczy/obrot_bezgotowkowy/obrot-bezgotowkowy-2016.pdf (dostęp: 10.02.2017).
- [www 3] Blue Coin, *Ranking lokat nocnych*, <http://www.najlepszelokaty.pl/lokata-overnight/> (dostęp: 9.09.2017).

THE RETURN RATES OF THE SHARES ON THE BASIS OF RECOMMENDATIONS OF EXCHANGE BANKS PAYABLE ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary: Obtaining the results allows you to believe that stock exchange recommendations can provide a reliable assessment of the financial condition of the issuer and thus provide valuable assistance to the investor in making investment decisions. Research has shown a positive correlation between the “Buy” recommendation and the return on investment, which in the perspective of 12 months after the recommendation was +15.96%. Meanwhile, in the same period, the return rate for the “Hold” rating was +3.24% and the “Sell” recommendation was +0.66%.

Keywords: recommendations, investment strategy, investments, stock exchange in Warsaw, capital market.