

mgr Michał Jacek Radke
Katedra Finansów Korporacji
promotor: dr hab. Radosław Pastusiak, Prof. UŁ
promotor pomocniczy: dr Jakub Keller, UŁ

Streszczenie rozprawy doktorskiej

Temat: Nadmierny optymizm w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW na podstawie raportów analityków giełdowych

Opinie i rekomendacje upubliczniane przez instytucje zajmujące się analizowaniem rynków kapitałowych oraz domy maklerskie, są popularnym źródłem informacji zarówno dla inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Jedną z ról rekomendacji giełdowych jest koncentrowanie uwagi na konkretnych papierach wartościowych, przyciąganie nowych, potencjalnych inwestorów oraz zainteresowanie osób szukających okazji do pomnażania kapitału. Rekomendacje mają zachęcić inwestorów do nabywania (rekomendacje kupna) lub do zbywania (rekomendacje sprzedaży) instrumentów finansowych¹. W procesie tworzenia rekomendacji giełdowych wykorzystywane są metody fundamentalne i wskaźnikowe, które powinny opierać się na obiektywnych danych rynkowych oraz zawierać racjonalne założenia analityka dotyczące sporządzanej analizy.

Podstawowymi założeniami nowoczesnej teorii finansów są te o efektywności rynków i racjonalności decyzji podejmowanych przez uczestników tychże rynków. Hipoteza racjonalności rynku stanowiła podstawę formułowania teorii wyznaczających normę podejmowania decyzji o kupnie lub sprzedaży, prognozowaniu cen akcji. Jednakże racjonalna teoria inwestowania i prognozowania cen na rynku kapitałowym okazała się nietrafiona w sensie opisowym. Zrozumienie zachowań rynków kapitałowych stało się zatem niemożliwe z uwagi na nieuwzględnienie psychologicznych aspektów zachowań inwestycyjnych oraz prognostycznych². W oparciu o to założenie powstał nurt wyodrębniny z ekonomii behawioralnej, który dotyczy zachowań uczestników na rynku kapitałowym. Nurt ten za podstawowe uważa dwa założenia przyjmowane w nowoczesnej teorii finansów: o efektywności rynku oraz o racjonalności decyzji, nazywany jest finansami behawioralnymi.

¹ P. Dąbrowski, *Hura optymizm rekomendacji maklerskich w okresie giełdowej dekonstrukcji*, „Studia Ekonomiczne” 2013, t. 174, s. 88.

² T. Zaleśkiewicz, *Psychologia ekonomiczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2020, s. 34.

Istotą tego nurtu jest poszukiwanie psychologicznych mechanizmów zachowania się uczestników rynku finansowego. Koncentruje się on na objaśnianiu zachowań uczestników rynku finansowego, które są postrzegane z punktu widzenia założeń klasycznych teorii ekonomii jako irracjonalne. Wyjaśnienie przyczyn tego typu zjawisk wydaje się kluczowe dla lepszego zrozumienia funkcjonowania rynku kapitałowego. Obserwując ceny aktywów na rynku kapitałowym w porównaniu do ich cen w rekomendacjach giełdowych oraz wynik analizy badań na trafnością rekomendacji giełdowych w różnych przedziałach czasowych, zauważono, że różnicy tej nie można wytłumaczyć na gruncie teorii neoklasycznej. W procesie tym analitycy tworzący rekomendacje kierują się nie tylko racjonalnymi założeniami wykorzystywanymi w metodach wyceny, ale również są narażeni na wpływ emocji, opinii i innych aspektów psychologicznych. Nie mamy jednak nigdy pewności, które ze skłonności behawioralnych zostały uruchomione, ani nie możemy stwierdzić, że były one przyczyną określonych zjawisk rynkowych. Nie możemy również zaobserwować, w jaki sposób wnioskowali i podejmowali decyzje analitycy w trakcie dokonywania wycen w rekomendacjach giełdowych. Poza tym skłonności mogły zostać aktywowane tylko przez niektórych analityków. Mając na uwadze powyższe oraz opierając się na publikacjach naukowych, stwierdzono, że najważniejszymi czynnikami wpływającym na proces wyceny akcji dokonywanej przez analityków giełdowych w rekomendacjach mają czynniki behawioralne, takie jak optymizm i pewność siebie, które są ze sobą bardzo często powiązane i utożsamiane. Wiedza zaś na temat inklinacji behawioralnych, którym ulegają osoby sporządzające rekomendacje giełdowe, takie jak nadmierny optymizm i nadmierna pewność siebie, mogą posłużyć do stworzenia dyskonta w celu niwelacji luki wartości między ceną rekomendowaną a ceną rynkową. W badaniach naukowych dość dobrze udokumentowany jest obszar skłonności behawioralnych uczestników rynku finansowego, jak i zachowań całego rynku. Natomiast wciąż relatywnie nieliczne są badania, które pozwalają łączyć określone zachowania jednostek (analityków sporządzających rekomendacje giełdowe) z efektami obserwowanymi na poziomie całego rynku finansowego.

W celu wypełniania luki badawczej ze względu na małą ilość opracowań naukowych poruszających kwestię występowania skłonności behawioralnych, takich jak optymizm i nadmierny optymizm wśród analityków giełdowych, w niniejszej dysertacji podjęto próbę zbadania występowania zjawiska nadmiernego optymizmu w wycenach dokonywanych przez analityków w rekomendacjach giełdowych, objawiającego się jednostronnymi błędami wyceny papierów wartościowych w odniesieniu do realnej ceny osiągniętej przez poszczególne akcje w dniu zapadalności rekomendacji. W literaturze przedmiotu brak jest jednoznacznego

określenia skłonności behawioralnych związanych z pozytywnym bądź negatywnym przewidywaniem przyszłości, tj. optymizmu i pesymizmu. W opracowaniach naukowych najczęściej wykorzystywanymi terminami na określenie optymizmu i pesymizmu używane są: postawa (D. Kahneman³; P. Gasparski⁴; S. Singh i S. Mishra⁵; K.A. Matthews et al.⁶), orientacja (T. Plich⁷; M.F. Scheier i C.S. Carver⁸; G.V. Caprara, G. Alessandri, i M. Caprara⁹), nastawienie (B. Wyżnikiewicz¹⁰; M. Zadworna¹¹; D. Fijałkowska et al.¹²). Dlatego też w pracy wymiennie będą używane słowa postawa, orientacja oraz nastawienie na określenie wyżej wymienionych błędów emocjonalnych.

Dodatkowo w celu potwierdzenia występowania optymizmu wśród analityków wydających rekomendacje przeprowadzono ankietę składającą się z dwóch testów psychologicznych: *Life Orientation Test* (LOT-R), stworzonego przez Michaela F. Scheier i Charlesa S. Carver, oraz Skali Orientacji Pozytywnej (SOP) autorstwa Giana V. Caprera. Testy te dokładnie i wiarygodnie mierzą poziom optymizmu.

Celem głównym pracy było zweryfikowanie występowania nadmiernego optymizmu analityków w wycenach przedsiębiorstw na podstawie raportów giełdowych. Głównym narzędziem weryfikacji będzie analiza postaw analityków w wycenach przedsiębiorstw rozumianego jako odchylenie ceny docelowej od ceny rynkowej na koniec badanego okresu, tj. po 3, 6, 9, 12 miesiącach od momentu sporządzenia rekomendacji giełdowej.

³ D. Kahneman, *Pułapki myślenia: o myśleniu szybkim i wolnym*, przeł. P. Szymczak, Media Rodzina 2012, s. 341;

⁴ P. Gasparski, Myślenie szybkie i wolne a optymizm dotyczący osobistych zasobów pieniężnych, *Studia Ekonomiczne*, Nr 1, 2016, s. 115- 134

⁵ S. Singh, S. Mishra, Optimism – Pesimism among Adolescents- a gender based study, *International Journal of Science and Research*, No. 3/6 2014, pp. 1530- 1532

⁶ K.A. Matthews et. al., Optimistic attitudes protect against progression of carotid atherosclerosis in healthy middle-aged women, *Psychomatic Medicine*, No. 66(5), 2004, pp. 640- 644

⁷ T. Plich, Optimizm i pesymizm– dwie orientacje życia indywidualnego i dwie strategie budowania świata społecznego, *Pedagogika społeczna*, Nr. 4(62), 2016, s. 9- 25

⁸ M.F. Scheier i C.S. Carver, *Optimism, coping, and health: Assessment and implications of generalized outcome expectancies.*, „*Health Psychology*” 1985, vol. 4, no. 3, pp. 219–247

⁹ G.V. Caprara, G. Alessandri, i M. Caprara, *Associations of positive orientation with health and psychosocial adaptation: A review of findings and perspectives*, „*Asian Journal of Social Psychology*” 2019, vol. 22, no. 2, pp. 126–132

¹⁰ B. Wyżnikiewicz, *Usytuowanie ośrodka prognostycznego a optymizm lub pesymizm prognoz makroekonomicznych dla Polski*, [w:] praca zbiorowa, *Badania koniunktury – zwierciadło gospodarki. Część II*, s. 205–216

¹¹ M. Zadworna, Zachowania zdrowotne osób w wieku senioralnym – rola optymizmu, *Psychogeriatra Polska*, Nr. 10(4), 2013, s. 145- 156

¹² D. Fijałkowska, K.M. Klimczak, M. Pakua, Nadmierny optymizm w listach do akcjonariuszy wybranych spółek GPW w Warszawie, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, Nr. 71/1, 2015, s. 35- 45

W celu dokonania pogłębionej analizy, dotyczącej występowania nadmiernego optymizmu analityków giełdowych w wycenach przedsiębiorstw zrealizowane będą również cele cząstkowe dążące do scharakteryzowania czynników socjo-demograficznych, tj. doświadczenie, płeć, certyfikat, stanowisko oraz skład (jednoosobowy, grupa) analityków sporządzających rekomendacje, mających wpływ na badane zjawisko. W tym celu wyznaczono 5 celów cząstkowych:

- 1) Weryfikacja związku pomiędzy płcią analityków, a postawą w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych.
- 2) Weryfikacja związku pomiędzy doświadczeniem analityków, a postawą w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych.
- 3) Weryfikacja związku pomiędzy certyfikatem posiadanym przez analityka, a postawą w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych.
- 4) Weryfikacja związku pomiędzy stanowiskiem analityków, a postawą w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych.
- 5) Weryfikacja związku pomiędzy składem osobowym, a postawą w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych.

Jednakże analizy podjętego problemu nie można przeprowadzić tylko za pomocą danych zastanych, tj. wycen w raportach analitycznych oraz cen rynkowych, dlatego też w pracy zastosowano podejście holistyczne, gdzie drugim celem badania było zweryfikowanie występowanie wysokiego poziomu dyspozycyjnego optymizmu wśród analityków giełdowych sporządzających raporty analityczne za pomocą testów psychologicznych *Life Orientation Test* (LOT-R) oraz *Skala Orientacji Pozytywnej* (SOP). Analiza będzie przeprowadzana dwutorowo, oddzielnie dla każdego testu. Połączenie tych dwóch technik badawczych dają pełen obraz zachodzącego zjawiska.

Wartością dodaną pracy jest weryfikacja hipotez cząstkowych odnoszących się do czynników socjodemograficznych, takich jak płeć, doświadczenie, certyfikat (wykształcenie), wiek wpływających na postawę w wycenach przedsiębiorstw oraz badania psychologiczne testami *Life Orientation Test* oraz *Skala Orientacji Pozytywnej*.

Badania własne podzielono na dwie części - badania dotyczące występowania optymizmu rozumianego jako trafność rekomendacji w ujęciu statycznym, a także badania dotyczące występowania optymizmu wśród analityków, zbadane z wykorzystaniem testów psychologicznych: *Skali Orientacji Pozytywnej* (SOP) oraz *Life Orientation Test* (LOT-R). Dane niezbędne do realizacji celów pracy w ujęciu ilościowym zostały zebrane z raportów

analitycznych z lat 2005–2018 opublikowanych na portalach finansowych Bankier.pl oraz Stockwatch.pl. Próba liczyła łącznie 3245 rekomendacji. Dane do realizacji celów pracy odnoszących się do testów psychologicznych zostały zebrane w przeprowadzonych w badaniach ankietowych na grupie aktywnych analityków giełdowych w Polsce od września 2019 do marca 2020r. Treść pytań została zaczerpnięta z testów psychologicznych (przedstawione w załączniku). Badania zostały sfinansowane z grantów Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego przyznawanych w ramach konkursu „Młodzi Naukowcy” (nr grantu B1911200002084.02).

Praca składa się z pięciu rozdziałów. W pierwszym z nich zawarto opis założeń przyjmowanych w klasycznej teorii finansów od klasycznych teorii opartych na doskonałej racjonalności i maksymalizacji użyteczności poprzez osłabienie ich i odchodzenie w kierunku ograniczonej racjonalności oraz krytykę klasycznej teorii finansów z punktu widzenia ściśle matematycznego (normatywnego) ujęcia na rzecz dopuszczenia nauk społecznych, takich jak psychologia i neurobiologia. Ponadto scharakteryzowano w szerokim zakresie ekonomię behawioralną jako odpowiedź na nie końca sprawdzające się w praktyce klasyczne teorie ekonomiczne. Przedstawiono również finanse behawioralne jako jedną z dziedzin wyodrębnionych z ekonomii behawioralnej. W dalszej części rozdziału opisano emocje, jakie towarzyszą uczestnikom rynku finansowego w czasie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Ponadto rozdział zawiera opis heurystyk występujących w procesach decyzyjnych uczestników rynku, a także wpływu tychże heurystyk na „teoretyczne” racjonalne modele decyzyjne.

W rozdziale drugim przywołano definicje i podziały optymizmu oraz pewności siebie ze względu na nauki psychologiczne i ekonomiczno-finansowe, jak i wpływ optymizmu i pewności siebie na decyzje podejmowane przez uczestników rynków finansowych. W rozdziale tym wskazano również na polskie i międzynarodowe badania dotyczące występowania optymizmu i pewności siebie zarówno w kontekście psychologicznym, jak i ekonomicznym. Ponadto zdefiniowano trafność statyczną rekomendacji giełdowych, która może być traktowana jako optymizm lub pesymizm wydających rekomendacje.

W rozdziale trzecim ukazano podział i strukturę działalności maklerskiej z szczególnym uwzględnieniem instytucji wydających rekomendacje giełdowe. Omówiono akty prawne oraz zasady etyczne regulujące wydawanie raportów rekomendacyjnych. Przedstawiono również definicje oraz klasyfikację rekomendacji giełdowych, a także opis czynników składających się na rekomendację giełdową.

Rozdział czwarty zawiera opis analizy fundamentalnej jako wstępu do wyceny akcji. W dalszej części ukazano metody wycen akcji ze szczególnym uwzględnieniem Discounted Cash

Flow (DCF) jako najczęściej wykorzystywanej w rekomendacjach giełdowych, a także najpopularniejszych metod porównawczych. Ze względu na charakter pracy pominięto metody wycen niemające zastosowania w danym obszarze badawczym. W rozdziale ukazano błędy analityków i dylematy stojące przed nimi w procesie wyceny akcji. Błędy te podzielono na celowe, które w świetle aktów prawnych i zasad etycznych nie powinny mieć miejsca, oraz na te popełniane pod wpływem skłonności behawioralnych, takich jak optymizm i pewność siebie. Rozdział czwarty zwieńczono szczegółowym opisem prognozowania jako głównego elementu metody DCF, który jest w sposób szczególny narażony na występowanie optymizmu i pewności siebie.

Rozdział piąty niniejszej dysertacji poświęcono badaniom własnym autora. W głównej mierze skupiono się w nich na badaniu optymizmu, rozumianego jako trafność rekomendacji giełdowych wydawanych na GPW w różnych horyzontach czasowych. W tym celu zastosowano podejście statyczne. W dalszej części badania w dokonania pogłębionej analizy wyodrębniono cechy socjo-demograficzne takie jak płeć, doświadczenie liczone w latach pracy na stanowisku analitycznym oraz wykształcenie analityków rozumienie jako licencje związane z rynkiem kapitałowym, takie jak Makler Papierów Wartościowych (MPW), Doradca Inwestycyjny (DI), Chartered Financial Analyst (CFA), Certified International Investment Analyst (CIIA) odnoszące się do optymizmu. Dodatkowo zbadano występowanie optymizmu wśród analityków giełdowych, wykorzystując w tym celu testy psychologiczne – *Skalę Orientacji Pozytywnej* (SOP) i *Life Orientation Test* (LOT-R).

W podsumowaniu dysertacji przedstawiono wnioski z przeprowadzonych badań empirycznych wraz z oceną weryfikacji przyjętych hipotez badawczych oraz proponowane przez autora dalsze kierunki badań.