

Finanse

Nadmierny optymizm analityków sporządzających rekomendacje giełdowe w wycenach przedsiębiorstw

Michał Radke



**Nadmierny optymizm
analityków sporządzających
rekomendacje giełdowe
w wycenach przedsiębiorstw**



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Finanse

Nadmierny optymizm analityków sporządzających rekomendacje giełdowe w wycenach przedsiębiorstw

Michał Radke



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

Łódź 2023

Michał Radke (ORCID: 0000-0001-9252-5362) – Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów Korporacji
90-255 Łódź, ul. POW 3/5

RECENZENCI

Krzysztof Borowski, Mariusz Kicia

REDAKTOR INICJUJĄCY

Beata Koźniewska, Katarzyna Włodarczyk

REDAKCJA

Joanna Misztal

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

KOREKTA TECHNICZNA

Leonora Gralka

PROJEKT OKŁADKI

efectoro.pl

agencja komunikacji marketingowej

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/lightsource

© Copyright by Michał Radke, Łódź 2023

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2023

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.11054.23.0.M

Ark. wyd. 15,5; ark. druk. 16,375

<https://doi.org/10.18778/8331-264-4>

ISBN 978-83-8331-264-4

e-ISBN 978-83-8331-265-1

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-237 Łódź, ul. Matejki 34A

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. 42 635 55 77

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1	
Ewolucja postrzegania zjawisk w finansach: klasyczna teoria finansów a finanse behawioralne	15
1.1. Funkcja użyteczności i ryzyko w podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym	17
1.2. Efektywność rynków kapitałowych i racjonalność ich uczestników	24
1.3. Krytyka klasycznej teorii finansów	31
1.4. Ekonomia behawioralna jako wstęp do finansów behawioralnych	34
1.5. Finanse behawioralne jako odpowiedź na nie do końca sprawdzające się klasyczne finanse	38
1.5.1. Teoria perspektywy	41
1.5.2. Emocje uczestników rynku finansowego	46
1.5.3. Występowanie heurystyk wśród uczestników rynków finansowych	49
Rozdział 2	
Znaczenie i występowanie optymizmu oraz pewności siebie na rynkach finansowych	55
2.1. Znaczenie i występowanie optymizmu oraz nadmiernego optymizmu na rynku finansowym	56
2.2. Znaczenie i występowanie pewności i nadmiernej pewności siebie na rynku finansowym	76
2.3. Trafność wydawanych raportów analitycznych jako przykład optymizmu i pewności siebie analityków	86
Rozdział 3	
Rekomendacje giełdowe w Polsce	89
3.1. Rekomendacje giełdowe jako dodatkowa działalność maklerska	89
3.2. Etyczne uwarunkowania raportów analitycznych	94
3.3. Charakterystyka rekomendacji giełdowych	99
Rozdział 4	
Metody wycen stosowane w rekomendacjach giełdowych i błędy w nich popełniane	109
4.1. Analiza fundamentalna jako wstęp do wyceny akcji	110
4.2. Metody wycen akcji w rekomendacjach giełdowych	118

6 Spis treści

4.2.1. Dochodowe metody wycen akcji	122
4.2.2. Porównawcze metody wycen akcji	132
4.3. Błędy w wycenie i dylematy stojące przed analitykami w procesie wyceny akcji	141
Rozdział 5	
Występowanie nadmiernego optymizmu wśród analityków giełdowych sporządzających rekomendacje maklerskie	165
5.1. Cele i hipotezy	165
5.2. Metodyka i zakres badania	167
5.2.1. Zakres przedmiotowy	167
5.2.2. Zakres czasowy	169
5.2.3. Metodyka	171
5.3. Badania własne	184
5.3.1. Weryfikacja występowania nadmiernego optymizmu w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych	184
5.3.2. Weryfikacja zależności pomiędzy postawą w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych, a czynnikami socjodemograficznymi oraz składem wydającym rekomendacje	194
5.3.3. Weryfikacja występowania nadmiernego optymizmu wśród analityków giełdowych sporządzających rekomendacje giełdowe – kwestionariusz LOT-R i SOP	208
5.4. Wnioski z badań empirycznych	217
Zakończenie	221
Bibliografia	233
Załącznik 1 (Skala Orientacji Pozytywnej)	249
Załącznik 2 (LOT-R)	251
Spis tabel	253
Spis wykresów	257
Spis schematów	259
Spis rysunków	261

Wstęp¹

*Jedyny pożytek z prognozyków giełdowych polega na tym,
że na ich tle dobrze wypadają wróżbici*

Warren Buffet²

*Dzisiaj już wiem, że moja wycena Banku Goldman Sachs z sierpnia 2008 roku
była beznadziejnie optymistyczna – nie przewidziałem strat, jakie Bank poniesie
na skutek kryzysu finansowego*

Aswath Damodaran³

Opinie i rekomendacje⁴ upubliczniane przez instytucje zajmujące się analizowaniem rynków kapitałowych oraz domy maklerskie są popularnym źródłem informacji zarówno dla inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Dla wielu inwestorów dużym problemem jest przetworzenie ogromu informacji na temat spółek będących w obrocie na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW). Rekomendacje mogą stanowić pierwszy filtr selekcji instrumentów, a także mogą być podstawą podjęcia decyzji inwestycyjnej. Jedną z ról rekomendacji giełdowych jest koncentrowanie uwagi na konkretnych papierach wartościowych, przyciąganie nowych, potencjalnych inwestorów oraz zainteresowanie osób szukających okazji do pomnażania kapitału. Instytucje finansowe wciąż cieszą się opinią profesjonalnych i godnych zaufania dostawców usług finansowych, mimo wszelakich zawirowań w ostatnich latach psujących ich reputację⁵. Popularność rekomendacji giełdowych

1 Niniejsza monografia powstała na podstawie dysertacji doktorskiej.

2 D. Sokółowski, *Giełda, pasja, pieniądze*, Złote Myśli, Gliwice 2012, s. 200.

3 A. Damodaran, *Wycena: minipodręcznik dla inwestorów giełdowych*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2012, s. 23.

4 W literaturze rekomendacje można spotkać pod wieloma nazwami. Występują jako rekomendacje lub raporty maklerskie, giełdowe, inwestycyjne analityków. Termin „maklerskie” przysługuje tylko rekomendacjom wydawanym przez licencjonowanych maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych oraz przez instytucje finansowe mające odpowiednie uprawnienia.

W opracowaniu skupiono się na rekomendacjach giełdowych dotyczących spółek giełdowych. Jednakże trzeba odnotować, że na rynku występują też rekomendacje, porady, zalecenia, komentarze dotyczące m.in. rynków surowców, walut oraz kryptowalut.

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

nie słabnie, zwłaszcza w stanie niestabilności rynków⁶. Można to tłumaczyć tym, że rekomendacje maklerskie ściągają odpowiedzialność za podjętą decyzję inwestycyjną z inwestorów⁷. Rekomendacje mają zachęcić inwestorów do nabywania (rekomendacje kupna) lub do zbywania (rekomendacje sprzedaży) instrumentów finansowych. Z reguły te opracowania opierają się na analizie fundamentalnej i analizie wskaźnikowej. Wydające rekomendacje instytucje finansowe mają przewagę nad inwestorami indywidualnymi, ponieważ mają uproszczony dostęp do informacji bezpośrednio ze spółki i dzięki temu pozyskiwane przez nich dane mogą być pełniejsze i bardziej szczegółowe⁸. Najczęściej wyodrębnia się dwa główne rodzaje rekomendacji: *sell-side*⁹ i *buy-side*¹⁰, które biorą pod uwagę podmioty sporządzające rekomendacje oraz klientów, do których są one skierowane¹¹ (w pracy analizie poddano rekomendacje typu *sell-side*). 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 teorii finansów są te o efektywności rynków i racjonalności decyzji podejmowanych przez uczestników tychże rynków. Obie te hipotezy są ze sobą powiązane, jeśli uczestnicy rynku działają w sposób racjonalny (potrafią w trafny sposób prognozować zmiany cen na rynku oraz dokonują optymalnych wyborów finansowych) – wówczas kumulacja ich zachowań powoduje, że rynek staje się efektywny, co oznacza, że ceny papierów wartościowych zależą już tylko od racjonalnych czynników i nie wpływają na nie emocje tychże uczestników. Hipoteza racjonalności rynku stanowiła podstawę formułowania teorii wyznaczających normę podejmowania decyzji o kupnie lub sprzedaży, a także prognozowaniu cen akcji. Jednakże racjonalna teoria inwestowania i prognozowania cen na rynku kapitałowym okazała się nietrafiona w sensie praktycznym. Innymi słowy – to, co możemy codziennie obserwować na światowych rynkach, nie jest spójne z założeniami o efektywności rynków i racjonalności inwestorów. Zrozumienie zachowań rynków kapitałowych stało się zatem utrudnione z uwagi

6 R. Loh, R. Stulz, *Is Sell-Side Research More Valuable in Bad Times*, „The Journal of Finance” 2018, vol. 73, s. 959–1013.

7 S. Majewski, *Analiza powiązań rekomendacji analityków giełdowych z wybranymi czynnikami finansowo-ekonomicznymi spółek giełdowych*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2008, nr 1, s. 172.

8 P. Dąbrowski, *op. cit.*, s. 88.

9 Są to rekomendacje sporządzane przez biura maklerskie dla odbiorców (korporacyjnych i indywidualnych). Pełnią one rolę podażową, czyli mają za zadanie zwiększenie obrotów biura maklerskiego i zarazem wzrost zysków przez uzyskiwaną prowizję.

10 Sporządzane są przez analityków pracujących dla przedsiębiorstw zajmujących się zarządzaniem inwestycjami, np. fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne lub instytucje ubezpieczeniowe. Mają one wspomagać stronę popytową, czyli stanowią zalecenia co do kształtowania ich portfela inwestycyjnego.

11 B. Prusak, *Wielokryterialna analiza rekomendacji giełdowych*, CeDeWu, Warszawa 2015, s. 12.

na nieuwzględnienie psychologicznych aspektów zachowań inwestycyjnych oraz prognostycznych¹². Na podstawie tego założenia powstał nurt wyodrębniony z ekonomii behawioralnej, który dotyczy zachowań uczestników na rynku kapitałowym. Nurt ten podważa dwa założenia przyjmowane w teorii finansów: o efektywności rynku oraz o racjonalności decyzji. Nazywany jest finansami behawioralnymi.

Przedmiotem badań finansów behawioralnych stało się wyróżnienie czynników behawioralnych mających wpływ na rynki finansowe oraz ocena tego wpływu. Istotą tego nurtu jest poszukiwanie psychologicznych mechanizmów zachowania się uczestników rynku finansowego. Jego osiągnięcia natomiast są doskonałym przykładem testowania założeń leżących u podstaw neoklasycznych teorii rynków finansowych szczególnie kwestionujących paradygmat racjonalności *homo oeconomicus*. Finanse behawioralne koncentrują się 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 wyniki analiz badań nad trafnością rekomendacji giełdowych w różnych przedziałach czasowych, zauważono, że analitycy popełniają w przewidywaniach finansowych mnóstwo błędów wynikających zarówno z nieefektywnego przetwarzania informacji, jak i ulegania emocjom¹³, a zatem analitycy tworzący rekomendacje kierują się nie tylko racjonalnymi założeniami wykorzystywanymi w metodach wyceny, lecz także są narażeni na wpływ emocji, opinii i innych aspektów psychologicznych. Nie ma jednak nigdy pewności, które ze skłonności behawioralnych zostały uruchomione, nie można także stwierdzić, że były one przyczyną określonych zjawisk rynkowych. Nie można 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 odwołując się do publikacji naukowych¹⁴, stwierdzono, że istotny wpływ 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 powiązane¹⁵ i utożsamiane.

W badaniach naukowych jest dość dobrze udokumentowany zarówno obszar skłonności behawioralnych uczestników rynku finansowego, jak i zachowań całego rynku. Natomiast wciąż relatywnie nieliczne są badania, które pozwalają łączyć

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

13 *Ibidem*.

14 R. Olsen, *Investment Risk: The Experts' Perspective*, „Financial Analysts Journal” 1997, vol. 53, no. 2, s. 62–66; S. Majewski, *Wpływ czynników behawioralnych na rynkową wycenę akcji. Ujęcie ilościowe*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2012.

15 A. Szyszka, *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2009, nr 40 (4), s. 17.

określone zachowania jednostek (analityków sporządzających rekomendacje giełdowe) z efektami obserwowanymi na poziomie całego rynku finansowego.

W niniejszym opracowaniu 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 są: postawa (Daniel Kahneman¹⁶; Piotr Gasparski¹⁷; Shruti Singh i Sunita Mishra¹⁸; Karen A. Matthews et al.¹⁹), orientacja (Tadeusz Pilch²⁰; Michael F. Scheier i Charles S. Carver²¹; Gian V. Caprara, Guido Alessandri i Mariagiovanna Caprara²²), nastawienie (Bogdan Wyźnikiewicz²³; Magdalena Zadworna-Cieślak i Nina Ogińska-Bulik²⁴; Dominika Fijałkowska, Karol M. Klimczak i Marek Pauka²⁵). Dlatego też w pracy na określenie wyżej wymienionych błędów emocjonalnych będą wymiennie używane słowa „postawa”, „orientacja” oraz „nastawienie”.

Celem głównym pracy było zweryfikowanie występowania nadmiernego optymizmu analityków w wycenach przedsiębiorstw na podstawie raportów giełdowych.

-
- 16 D. Kahneman, *Pułapki myślenia: o myśleniu szybkim i wolnym*, przeł. P. Szymczak, Media Rodzina, Poznań 2012, s. 341.
- 17 P. Gasparski, *Myślenie szybkie i wolne a optymizm dotyczący osobistych zasobów pieniężnych*, „Studia Ekonomiczne” 2016, nr 1, s. 115–134.
- 18 S. Singh, S. Mishra, *Optimism – Pesimism among Adolescents – A Gender-based Study*, „International Journal of Science and Research” 2014, no. 3/6, s. 1530–1532.
- 19 K.A. Matthews et al., *Optimistic Attitudes Protect against Progression of Carotid Atherosclerosis in Healthy Middle-aged Women*, „Psychomatic Medicine” 2004, no. 66 (5), s. 640–644.
- 20 T. Pilch, *Optymizm i pesymizm – dwie orientacje życia indywidualnego i dwie strategie budowania świata społecznego*, „Pedagogika Społeczna” 2016, nr 4 (62), s. 9–25.
- 21 M.F. Scheier, C.S. Carver, *Optimism, Coping and Health: Assessment and Implications of Generalized Outcome Expectancies*, „Health Psychology” 1985, vol. 4, no. 3, s. 219–247.
- 22 G.V. Caprara, G. Alessandri, 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, s. 126–132.
- 23 B. Wyźnikiewicz, *Usytuowanie ośrodka prognostycznego a optymizm lub pesymizm prognoz makroekonomicznych dla Polski*, [w:] *Badania koniunktury – zwierciadło gospodarki. Część II*, red. K. Walczyk, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013, s. 205–216.
- 24 M. Zadworna-Cieślak, N. Ogińska-Bulik, *Zachowania zdrowotne osób w wieku senioralnym – rola optymizmu*, „Psychogeriatrya Polska” 2013, nr 10 (4), s. 145–156.
- 25 D. Fijałkowska, K.M. Klimczak, M. Pauka, *Nadmierny optymizm w listach do akcjonariuszy wybranych spółek GPW w Warszawie*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 71/1, s. 35–45.

Hipoteza główna pracy brzmiała: *Nadmierny optymizm analityków w wycenach przedsiębiorstw jest istotny statystycznie.*

Głównym narzędziem weryfikacji była analiza postaw analityków w wycenach przedsiębiorstw rozumiana jako odchylenie ceny docelowej od ceny rynkowej na koniec badanego okresu, tj. po 3, 6, 9, 12 miesiącach od momentu sporządzenia rekomendacji giełdowej.

W celu dokonania pogłębionej analizy występowania nadmiernego optymizmu analityków giełdowych w wycenach przedsiębiorstw będą zrealizowane również cele dodatkowe w obszarze charakterystyki czynników socjodemograficznych, tj. doświadczenie, płeć, certyfikat, stanowisko oraz skład (jednoosobowy, grupa) analityków sporządzających rekomendacje, mających wpływ na badane zjawisko. Wyznaczono pięć celów dodatkowych:

- 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 analityków 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.

Odnosząc się kolejno do celów dodatkowych badania, postawiono następujące hipotezy:

- 1) H1: *Analitycy płci męskiej i żeńskiej różnią się pod względem postaw w sporządzanych rekomendacjach.*
- 2) H2: *Doświadczenie analityków giełdowych różnicuje poziom postaw w sporządzanych rekomendacjach.*
- 3) H3: *Certyfikat posiadany przez analityków giełdowych różnicuje poziom postaw w sporządzanych rekomendacjach.*
- 4) H4: *Stanowisko zajmowane przez analityków różnicuje poziom postaw w sporządzanych rekomendacjach.*
- 5) H5: *Skład osobowy sporządzających rekomendacje giełdowe różnicuje poziom postaw w sporządzanych rekomendacjach.*

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. Scheiera i Charlesa S. Carvera, oraz *Skali Orientacji Pozytywnej (SOP)* autorstwa

Giana V. Caprara. Testy te dokładnie i wiarygodnie mierzą poziom optymizmu i pozwalają na zweryfikowanie występowania wysokiego poziomu dyspozycyjnego optymizmu wśród analityków giełdowych sporządzających raporty analityczne. Połączenie tych dwóch technik badawczych daje pełen obraz zachodzącego zjawiska. W związku z tym sformułowano hipotezy H6 i H7.

H6: *Występowanie wysokiego poziomu dyspozycyjnego optymizmu wśród analityków giełdowych jest istotne statystycznie.*

H7: *Analitycy sporządzający rekomendacje cechują się wyższym poziomem optymizmu niż próba ogólnokrajowa normalizacyjna dla populacji polskiej.*

Wartością dodaną pracy są wnioski statystyczne odnoszące 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, przeprowadzone z wykorzystaniem testów psychologicznych: Skala 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 wymagane dla potrzeb realizacji celów pracy odnoszących się do testów psychologicznych zostały zebrane w przeprowadzonych badaniach ankietowych na grupie aktywnych analityków giełdowych w Polsce od września 2019 r. do marca 2020 r. Treść pytań została zaczerpnięta z testów psychologicznych (przedstawionych w załączniku)²⁶.

Monografia składa się z pięciu rozdziałów. W pierwszym 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, socjologia i neurobiologia. Ponadto scharakteryzowano podstawowe założenia ekonomii behawioralnej jako odpowiedzi na nie do końca sprawdzające się w praktyce klasyczne teorie ekonomiczne. Ta część pracy ma na celu zaprezentowanie koncepcji odwzorowania mechanizmów decyzyjnych w formalnych modelach analitycznych. Przedstawiono również finanse behawioralne jako jedną z dziedzin wyodrębnionych z ekonomii behawioralnej. Znaczną część rozdziału stanowi odwołanie do teorii perspektywy Daniela Kahnemana i Amosa Tversky'ego, którzy stworzyli podstawy w zakresie inklinacji behawioralnych. W dalszej części rozdziału opisano emocje, jakie towarzyszą

26 Badania zostały sfinansowane z grantów Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego przyznawanych w ramach konkursu „Młodzi Naukowcy” (nr grantu: B1911200002084.02).

uczestnikom rynku finansowego w czasie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Ponadto rozdział zawiera opis heurystyk występujących w procesach decyzyjnych uczestników rynku, a także wpływ heurystyk na racjonalne modele decyzyjne.

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

W rozdziale trzecim ukazano podział i strukturę działalności maklerskiej ze 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 metodę porównawczą. 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. Te błędy podzielono na zamierzone²⁷, 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, które mieszczą się w kręgu zainteresowań Autora. Rozdział zwieńczono szczegółowym opisem prognozowania jako głównego elementu metody DCF, który jest w sposób szczególny narażony na występowanie optymizmu i pewności siebie.

Rozdział piąty niniejszej monografii poświęcono badaniom własnym Autora. W głównej mierze skupiono się w nich na badaniu optymizmu rozumianego jako trafność rekomendacji giełdowych wydawanych na GPW w różnych przedziałach czasowych. W tym celu zastosowano podejście statyczne. W dalszej części badania zrealizowano cele dodatkowe dotyczące zarówno analizy składu wydającego rekomendacje, jak i cech socjodemograficznych, takich jak płeć, doświadczenie liczone w latach pracy na stanowisku analitycznym oraz wykształcenie analityków rozumiane jako licencje związane z rynkiem kapitałowym, takie jak Makler Papierów Wartościowych (MPW), Doradca Inwestycyjny (DI), Chartered Financial Analyst (CFA), Certified International Investment Analyst (CIIA), wpływających na postawy analityków giełdowych. Dodatkowo zbadano występowanie optymizmu wśród

27 K. Borowski, *Analiza fundamentalna, metody wycen przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2014, s. 89.

analityków giełdowych, wykorzystując w tym celu testy psychologiczne – Skalę Orientacji Pozytywnej (SOP) i Life Orientation Test (LOT-R).

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

Rozdział 1

Ewolucja postrzegania zjawisk w finansach: klasyczna teoria finansów a finanse behawioralne

Teoria finansów, zwana również ekonomią finansową, jest jednym z podstawowych działów nauk ekonomicznych. W ostatnich kilkudziesięciu latach można było zaobserwować jej znaczny rozwój. Ostatnio nabiera on tempa, m.in z powodu wzrostu znaczenia aplikacyjnego metod opracowanych na gruncie teorii. Współczesna teoria finansów charakteryzuje się następującymi cechami¹:

- wysoką precyzją i zaawansowaniem tworzonych metod,
- dużą zależnością narzędzi teoretycznych od rozwoju technologii komputerowych,
- łatwą weryfikacją tworzonych metod na rynku finansowym,
- stymulowaniem powstawania nowych rozwiązań przez wyzwania praktyki.

Wiele osiągnięć teorii finansów ma u podstaw mniej lub bardziej zaawansowane narzędzia matematyczne. Należy wyróżnić trzy podstawowe obszary teorii finansów, w których kluczową rolę odgrywają narzędzia matematyczne. Są nimi²:

- analiza finansowych szeregów czasowych,
- wycena instrumentów finansowych,
- analiza ryzyka finansowego.

Jednakże ekonomia to nie tylko teorie, modele i wzory matematyczne, z którymi ta dziedzina nauk najczęściej może być kojarzona, ale jest to również, a może przede wszystkim, nauka społeczna wyjaśniająca i prognozująca zachowania ludzi. Wydaje się zatem oczywiste, że ekonomia powinna być bardzo blisko psychologii. Choć przez wiele dziesięcioleci te dwie dziedziny były od siebie oddalone, to sięgnięcie do wiedzy psychologicznej umożliwia znacznie dokładniejsze zrozumienie i wyjaśnienie decyzji ekonomicznych. O ile ekonomia proponuje formalne normatywne

1 K. Jajuga, *O pewnych modelach decyzji finansowych*, „Decyzje” 2004, nr 1, s. 37.

2 *Ibidem*.

modele zachowania, które wyznaczają zasady racjonalnego dokonywania wyborów, o tyle psychologia ekonomiczna przygląda się temu, jak w rzeczywistości ludzie podejmują decyzje finansowe, i swoje obserwacje konfrontuje z teoriami ekonomicznymi. Konfrontacja zachowań ludzi na prawdziwych rynkach ujawnia niespójność z założeniami modelu normatywnego. Taka rozbieżność nie świadczy o słabości teorii tworzonych przez ekonomistów, lecz powinna być interpretowana jako sygnał konieczności zaproponowania podejścia, które cechuje się wysokimi walorami opisowymi. Jest ono charakterystyczne dla psychologii ekonomicznej. Psychologia zachowań ekonomicznych okazuje się raczej naturalnym uzupełnieniem teorii ekonomicznej niż jakkolwiek próbą jej zastąpienia i tak należy ją interpretować³. Ekonomia i psychologia ekonomiczna koncentrują się na tym samym przedmiocie badań, czyli zachowaniach ekonomicznych, jednak między tymi dziedzinami istnieją liczne różnice, które zilustrowano za pomocą tabeli 1.

Tabela 1. Cechy charakterystyczne ekonomii i psychologii

Ekonomia	Psychologia
Oparta na kilku podstawowych założeniach przedstawionych przez Beckera (1976) w pracy <i>The Economic Approach to Human Behavior</i> : <ul style="list-style-type: none"> • zachowanie maksymalizacji użyteczności, • stałe preferencje, • równowaga rynkowa. 	Głównie indukcyjna, z teorią empiryczną na niskim poziomie abstrakcji. Koncentruje się na wyjaśnianiu zachowania jednostek. Często dąży do szczegółowego opisu procesów. Uczenie się (adaptacja) jest pojęciem centralnym.
Dedukcja oparta na powyższych założeniach.	Hipotezy stawia się na podstawie obserwacji.
Język matematyczny, szczegółowe modele, ekonometria.	Metody eksperymentalne i statystyczne, skale pomiarowe.
Dane obiektywne, a także wskaźniki opierające się na danych obiektywnych.	Dane obserwacyjne i subiektywne, dotyczące także emocji i uczuć.
Zainteresowanie zjawiskami w skali globalnej (makro) i raczej rezultatami niż procesami.	Zainteresowanie ogólnymi prawami zachowania i różnicami indywidualnymi.
Założenia dotyczące zachowania jednostki opisywane na zasadzie „gdyby” i nie muszą być prawdziwe.	Założenia dotyczące zachowania jednostki muszą być realistyczne (zgodne z wiedzą psychologiczną).
Koncepcje psychologiczne są przekładane na język ekonomii w taki sposób, by były kompatybilne z postulatem racjonalności.	Zazwyczaj ignoruje zmienne kontekstowe strukturalne i systemowe.

Źródło: opracowanie własne na podstawie T. Tyszka, *Psychologia ekonomiczna*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2004, s. 20.