

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**PRISTRANSKOST FINANČNIH ANALITIKOV PRI NAPOVEDIH
DOBIČKOV PODJETIJ**

Ljubljana, maj 2010

TINA VADNJAL

IZJAVA

Študentka VADNJAL TINA izjavljam, da sem avtorica tega magistrskega dela, ki sem ga napisala v soglasju s svetovalcem doc. dr. ALEŠEM S. BERKOM, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

UVOD	1
1 ANALITIKI.....	2
1.1 Razlogi za obstoj finančnih analitikov.....	3
1.1.1 Vpliv priporočil in napovedi dobičkov na trg finančnih instrumentov	4
1.1.2 Motivacija za medijsko prepoznavnost analitikov	5
1.2 Analitiki in napovedovanje prihodnosti.....	6
1.2.1 Primerjava točnosti napovedi analitikov in modelov časovnih vrst.....	7
1.2.2 Informacijska prednost analitika	8
1.3 Delovne naloge finančnega analitika	9
1.4 Sestava analitikovega poročila	10
1.5 Razlike med evropskimi in ameriškiimi finančnimi analitiki	12
2 OCENE PRIHODNJIH DOBIČKOV PODJETJA.....	13
2.1 Razlog za ocenjevanje dobičkov podjetij	14
2.2 Konsenz napovedi dobičkov podjetij.....	16
2.3 Dolgoročne ocene rasti dobičkov.....	17
2.4 Tempiranje objav napovedi dobičkov	18
2.5 Točnost analitikovih napovedi dobičkov	20
2.5.1 Vpliv razpršitve analitikovih napovedi dobičkov na trg finančnih instrumentov ..	20
2.5.2 Raziskave s področja točnosti napovedi dobičkov analitikov	21
3 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA TOČNOST NAPOVEDI DOBIČKOV	23
3.1 Vpliv lastnosti finančnega analitika na točnost napovedi dobičkov	24
3.1.1 Lastnosti finančnega analitika in izdelane napovedi dobičkov	25
3.1.2 Vpliv izkušenj analitikov.....	27
3.1.2.1 Čredno obnašanje	29
3.1.2.2 Ugled analitika	31
3.1.3 Vpliv kognitivnih in vedenjskih dejavnikov	32
3.1.4 Vpliv vodilnih analitikov.....	33
3.1.5 Najvišje rangirani analitiki	35
3.2 Vpliv zunanjega okolja na točnost napovedi dobičkov	36
3.2.1 Razkritja informacij s strani vodstva podjetja in vpliv na finančne analitike	36
3.2.1.1 Management in uravnavanje dobičkov.....	38
3.2.1.2 Spremenjen tok informacij	39

3.2.2	Vpliv konflikta interesov na napovedi dobičkov	39
3.2.2.1	Vzdrževanje stikov z managementom podjetja.....	40
3.2.2.2	Vpliv nove izdaje delnic na napovedi dobičkov	42
3.2.3	Vpliv nagrajevanja in skrb za kariero	44
3.2.4	Vpliv zakonodaje o zaščiti delničarjev.....	45
3.2.5	Vpliv makroekonomskih spremenljivk na napovedi dobičkov	45
3.3	Vpliv značilnosti podjetja, ki ga analitik pokriva, na točnost napovedi dobičkov	46
3.3.1	Vpliv priljubljenosti delnice na napovedi dobičkov	47
3.3.2	Vpliv delniških opcij vodstva podjetja na napovedi dobičkov	48
4	MOŽNOSTI ZMANJŠANJA PRISTRANSKOSTI PRI NAPOVEDIH DOBIČKOV.....	49
4.1	Lahko zakonodaja zmanjša obseg pristranskosti analitikov?	50
4.1.1	Uredba o poštenih razkritjih.....	50
4.1.2	Ostale regulatorne spremembe	52
4.2	Napovedi prodaje oziroma denarnih tokov podjetij kot dodatek k napovedim dobičkov podjetij	56
4.3	Potreba po dodatnih raziskavah na področju pristranskosti napovedi dobičkov	56
	SKLEP.....	58
	LITERATURA IN VIRI.....	60
	PRILOGE	
	KAZALO SLIK	
	Slika 1: Primer histograma za delnico Coca-Cole	19

UVOD

Pričakovanja igrajo pomembno vlogo v teoriji finančne ekonomije, prav tako pa tudi v vsakdanjem svetu investicijskega odločanja. Skoraj vsak model vrednotenja, tako teoretični, kot tisti, do katerega v praksi pridejo analitiki, zahteva ocene prihodnjih dobičkov oziroma denarnih tokov. Pomembnost napovedi prihodnjih dobičkov v procesu vrednotenja je razvidna iz dejstva, da analitiki v večini večjih borzno posredniških hiš oziroma finančnih institucij delajo ocene prihodnjih dobičkov. Kako bi trgi sploh delovali, če udeleženci na trgu ne bi vsaj poskušali napovedovati prihodnosti? Na kateri osnovi bi kupovali in prodajali delnice? Napovedovanje dobičkov za naslednjih dvajset let morda res ni prepričljivo, vendar pa je edina pot pri ocenjevanju cen delnic.

Napovedi dobičkov s strani analitikov so sestavni del storitev, ki jih nudijo borzno posredniške hiše in upravljavci premoženja. Trgovalne odločitve strank borzno posredniških hiš so v veliki meri osnovane prav na nasvetih in priporočilih analitikov. Ni torej presenečenje, da je tema o zanesljivosti napovedi dobičkov podjetij, ki jih izdelujejo finančni analitiki, deležna veliko pozornosti, tako v finančnem tisku kot med akademskimi raziskovalci. Ob upoštevanju, da so bolj točne napovedi dobičkov več vredne, je identificiranje dobrih analitikov dobičkonosna strategija za investitorje. Značilnosti, ki odlikujejo dobrega napovedovalca prihodnosti, bi morale zanimati tudi delodajalce analitikov, saj bi s poznavanjem dejavnikov, ki vplivajo na kvaliteto napovedi dobičkov, lahko izboljšali svoje storitve. Če je kvaliteta analitikovih napovedi res odvisna od njegovih značilnosti, potem bi raziskovalci lahko uporabili karakteristike, ki označujejo dobrega analitika, pri izračunavanju boljših mer pričakovanih dobičkov.

Bikovski trend na delniškem trgu v drugi polovici devetdesetih let prejšnjega stoletja ter občuten padec vrednosti delnic ob borznem poku v drugi polovici leta 2000, ko so analitiki povečini izdajali preveč optimistične napovedi dobičkov, je zanimivo obdobje za preučevanje pristranskosti napovedi in priporočil finančnih analitikov. Tudi trenutno obdobje kaže podobno zgodbo. Analitiki v svojih ocenah prihodnjih dobičkov niso pravočasno predvideli obsega krize, do katere je prišlo in se še vedno odvija. Tudi v primeru, ko so delali popravke napovedi dobičkov navzdol, ti popravki niso bili zadostni. Tisk in regulatorne agencije so tako izzvani, da preučijo dejavnike, ki preprečujejo analitikom, da bodisi zaznajo prava gibanja, bodisi da so pri svojih napovedih objektivnejši.

Namen magistrskega dela je analizirati in preučiti raziskave narejene na temo pristranskosti napovedi dobičkov finančnih analitikov in iz njih izluščiti vzroke za pristranskosti pri napovedovanju. Zanima me torej, kateri so tisti dejavniki, ki preprečujejo analitikom, da so objektivni v svojih ocenah glede poslovanja podjetij v prihodnosti. Cilj magistrskega dela je podati možnosti za zmanjšanje pristranskosti v napovedovalnem procesu finančnega analitika.

Osrednji del magistrskega dela, torej področje, ki obravnava ocene prihodnjih dobičkov podjetja in dejavnike, ki vplivajo nanje ter obstoječo zakonodajo, ki se nanaša na delo finančnih analitikov, bo vseboval teoretično-analitičen pregled strokovne literature, raziskav ter člankov tujih strokovnjakov s področja obravnavane teme. Z vidika metode dela sta uporabljeni metoda deskripcije (opisovanje dejstev, procesov in pojavov) in metoda kompilacije (povzetek opazovanj, spoznanj in stališč tujih avtorjev, ki so preučevali pristranskost napovedi dobičkov, ki jih delajo analitiki).

Magistrsko delo je razdeljeno na štiri sklope. V prvem delu so opisane delovne naloge finančnega analitika, razlogi za njihov obstoj in razlike med evropskimi ter ameriškimi finančnimi analitiki. Drugo poglavje je posvečeno ključni komponenti dela finančnega analitika, izdelavi ocen prihodnjih dobičkov podjetij. Opisane so različne mere napovedi dobičkov, pomembnost tempiranja objav napovedi dobičkov, narejen pa je tudi pregled pomembnejših raziskav s področja točnosti oziroma pristranskosti napovedi dobičkov, kjer je povzetih večina ključnih ugotovitev. Tretje poglavje opisuje dejavnike, ki vplivajo na točnost ocen prihodnjih dobičkov. Na točnost napovedi vpliva več dejavnikov, ki sem jih razdelila na vpliv lastnosti finančnega analitika in napovedi, vpliv zunanega okolja in vpliv značilnosti podjetja, ki ga analitik pokriva. V zadnjem poglavju so opisane možnosti zmanjšanja pristranskosti v napovedih dobičkov, tako zakonodajne, kot tiste, ki pomagajo investitorjem, da le-ti pravilneje tolmačijo sicer ne povsem točne napovedi dobičkov, ki jih delajo analitiki.

Magistrsko delo zaključuje opis prihodnjih smernic, ki jih bodo raziskovalci, ki preučujejo to tematiko, v prihodnosti verjetno vključili v svoje raziskave in izvirajo iz pomanjkljivosti dosedanjih raziskav. Temu sledi še sklep, v katerem so povzete najpomembnejše ugotovitve magistrskega dela.

1 ANALITIKI

Zavod Republike Slovenije za zaposlovanje opredeljuje osebnostne lastnosti finančnega analitika na naslednji način: »Finančni analitik mora biti natančen, odgovoren in pazljiv, saj razpolaga s tujim denarjem. Da lahko podaja ustrezne projekcije za dogajanje v prihodnosti, mora biti razgledan, sposoben analitičnega razmišljanja in inovativen. Potrebuje tudi sposobnost predvidevanja oziroma vizionarstva. Ko analitik zazna povečano povpraševanje po nekem izdelku, lahko predvideva, da bo povpraševanje zraslo, prav tako bo zrasla cena delnic. Takšna opažanja so za njegovo delo lahko bogata pridobitev. Čeprav je delo finančnega analitika predvsem individualno, pa je zaželena tudi sposobnost skupinskega dela in upoštevanja mnenj drugih, saj je tako možnost napačne presoje manjša (Opisi poklicev, 2009)«.

Napovedovanje prihodnosti je težka in tvegana naloga. Finančni analitiki igrajo pomembno vlogo pri ocenjevanju bodočih obetov podjetja. V zadnjih letih pridobivajo na pomenu, kar je razvidno iz priznanj s strani vodstev podjetij, da je ugled analitika pri borzno posredniški hiši, ki pokriva panogo, kamor se uvršča njihovo podjetje, pomemben dejavnik pri izbiri prevzemnika izdaje delnic (angl. *underwriter*), tako pri prvi, kot pri naslednjih izdajah delnic (Hong, 2004, str. 3). Čeprav je pomembnost finančnih analitikov nesporna, je kvaliteta njihovih napovedi in priporočil postala predmet dvomov in preverjanj. Napovedi analitikov so bile še posebej optimistične v poznih devetdesetih letih prejšnjega stoletja, v obdobju tehnološkega mehurčka. Takrat so borzno posredniške hiše zavrgle vsako skrb za objektivnost analitikovih poročil, saj so analitiki postali orodje za promocijo delnic. Opravljenih je bilo že veliko raziskav, ki so ugotovljale sistematične napake v napovedih dobičkov, vendar pa konflikt interesov in ostali potencialni dejavniki, ki vplivajo na pristranskost analitikov, že kar nekaj časa polnijo naslovnice časopisov, to pa zmanjšuje verodostojnost finančnih analitikov.

1.1 Razlogi za obstoj finančnih analitikov

Finančni analitiki so na finančnih trgih tradicionalno igrali dve bistveni vlogi. Prvič, raziskave in poročila analitikov o stanju finančnih instrumentov in finančnih trgov pozitivno vplivajo na učinkovitost trga z zmanjševanjem agentskih stroškov povezanih z ločevanjem lastnikov in managerjev (Chung & Jo, 1996, str. 493). Drugič, analitiki poskrbijo za pretok informacij od podjetij do investitorjev, saj slednje oskrbujejo z informacijami, ki so potrebne za dobre investicijske odločitve (Moyer, Chatfield & Sisneros, 1989, str. 503). V svoji vlogi informacijskih posrednikov izboljšujejo seznanjenost investitorjev s poslovanjem določenega podjetja in z dogodki, ki bi lahko potencialno vplivali na ceno delnice. Obsežna literatura z empiričnimi raziskavami potrjuje vpliv analitikovih priporočil (Barber, Lehavy, McNichols & Trueman, 2001; Elton, Gruber & Grossman, 1986; Ho & Harris, 1998) in analitikovih ocen prihodnjih dobičkov (Benesh & Peterson, 1986; Imhoff & Lobo, 1984; Park & Stice, 2000) na cene delnic na finančnem trgu.

Kljub temu obstaja veliko dokazov, da napovedi dobičkov analitikov niso niti povsem racionalne niti objektivne. Narejenih je bilo že veliko raziskav, ki povečini iščejo dejavnike, ki vplivajo na analitikov proces napovedovanja prihodnosti. Te raziskave so podrobneje opisane v nadaljevanju magistrskega dela. Ob vseh novicah glede pristranskosti analitikov in v luči podatkov, ki kažejo, da je zanesljivost ocen dobičkov analitikov bolj šibka, si lahko zastavimo povsem racionalno vprašanje, zakaj trg sploh potrebuje finančne analitike?

Analitiki so se razvili, da bi zadovoljili potrebe institucionalnih investitorjev¹. Institucionalni investitorji potrebujejo analitike iz več razlogov; prvič, na trgu kotira veliko število delnic,

¹ Institucionalni investitorji so veliki investitorji, pri katerih se zbira večja količina kapitala (zavarovalnice, pokojninski skladi, družbe za kapitalske naložbe, idr.).

drugič, za zaposlitev dovolj velikega števila samostojnih analitikov, ki bi sledili vsem delnicam na trgu, bi bilo potrebno precej denarja, in tretjič, centralizacija funkcije je učinkovitejša. Ker je panoga upravljanja premoženja zelo razdrobljena, je za borzno posredniško hišo bolj smiselno, da zaposli nekaj analitikov in potem njihove raziskave posreduje družbam za upravljanje. Nekateri udeleženci na trgu kapitala z zanimanjem preberejo poročilo, ki ga napiše analitik z namenom, da dobijo hiter vpogled v specifične informacije, ki jim bodo služile pri samostojni analizi, drugi pa preprosto uporabijo ocene prihodnjih dobičkov, ki jih naredijo analitiki, kot vložek v model vrednotenja (Zacks, 2003, str. 20).

1.1.1 Vpliv priporočil in napovedi dobičkov na trg finančnih instrumentov

Posebnost analitikovega poročila je vpliv na cene delnic, saj se veliki institucionalni investitorji večinoma ravnajo prav po vsebini takšnih poročil.

Cooper, Day in Lewis (1999, str. 28) trdijo, da na obseg trgovanja z delnicami, kot posledico objave napovedi dobičkov, vplivajo predvsem vodilni analitiki². Tržni odziv na objave napovedi dobičkov, ki jih naredijo vodilni analitiki, je občutno večji kot pri ostalih analitikih, katerih napovedi temeljijo predvsem na javno dostopnih podatkih vodstev podjetij, preteklem gibanju cen delnic in na napovedih vodilnih analitikov.

Zanimiv pojav, ki sta ga prva opazila Ball in Brown (1968, str. 159), je obstoj presežne donosnosti v smeri presenečenj v objavljenih dobičkih še nekaj mesecev po objavi realiziranih dobičkov. Pojavu pravimo tudi podogodkovni trend (angl. *post announcement drift*). Navadno je podogodkovni trend interpretiran kot dokaz, da investitorji premalo reagirajo na presenečenja v objavljenih dobičkih, kar je skladno z neučinkovitostjo trga in neracionalnostjo investitorjev. Bernard pa je pojav opisal kot fenomen, kjer analitikove napovedi dobičkov ne odsevajo vseh informacij o prihodnjih dobičkih; enemu pozitivnemu presenečenju tako običajno sledi drugo, temu še eno in tako naprej (Bernard, 1992, str. 14).

Na vprašanje, zakaj analitikove napovedi ne odsevajo informacij pravilno, odgovarjajo Barberis, Shleifer in Vishny (1998, str. 319), ki pravijo, da analitiki s težavo interpretirajo informacije, ki zadevajo prihodnje dobičke, saj naj bi se premikali med dvema različnima miselnostma. Prva je ta, da analitik misli, da so pozitivne spremembe začasne ter da se bo rast dobičkov kmalu obrnila navzdol. Druga miselnost pa je njihovo prepričanje, da se bo rast dobičkov nadaljevala še precej časa. Analitiki so običajno nagnjeni k prvi miselnosti. Ko torej pride do trajnejše pozitivne spremembe v dobičkih za neko podjetje, jo analitik težko prizna oziroma prepozna. Ko bo prvemu presenečenju v dobičkih sledilo še nekaj takšnih, bo analitik pretehtal svoje stališče in se premaknil k drugi miselnosti. Ob tem pa se zanaša na

² Več o vodilnih analitikih je napisano v poglavju 3.1.4.

preteklo rast in trende, kar pomeni, da bo njegova reakcija v večini primerov pretirana. Analitiki torej najprej odreagirajo preveč hladno, njihova druga reakcija pa je pretirana.

Nova informacija ima za potencialnega investitorja na trgu finančnih instrumentov veliko vrednost. Analitik dobi informacijo, da bo podjetje X predstavilo nov izdelek, ki bo občutno povečal dobičke podjetja na srednji rok. Na kakšen način bo to informacijo izkoristil, je odvisno od vrste analitika. Analitiki za potrebe nakupov finančnih instrumentov³ (angl. *buy-side analysts*) uporabijo informacijo za potrebe trgovanja v družbi, kjer so zaposleni, individualni analitiki in analitiki za potrebe prodaj finančnih instrumentov (angl. *sell-side analysts*)⁴ pa lahko informacijo prodajo potencialnim investitorjem.

S povečevanjem števila investitorjev seznanjenih z informacijo se trgovalna vrednost informacije zmanjšuje. Informacija o novem izdelku podjetja X bo generirala velike dobičke na podlagi trgovanja samo v primeru, da zanjo ve malo investitorjev. Bolj kot je informacija razširjena, manjša je njena vrednost. Analitik, ki razkrije svojo informacijo samo nekaj investitorjem, pa se sooča z drugim problemom, problemom zastonjkarstva (angl. *free-rider problem*). Investitorji, ki kupijo informacijo, jo namreč lahko enostavno prenesejo drugim udeležencem na trgu. Kaznovanje takšnega prenosa informacij bi bilo težavno in drago za samostojnega analitika. Prav zaradi problema direktne prodaje informacij malo analitikov ostane samostojnih. Večino raziskav tako ponujajo analitiki za potrebe prodaj finančnih instrumentov, ki so povezani z borzno posredniškimi hišami. Ti ne dobijo prihodkov direktno, temveč nudijo podporo drugim dobičkovnim centrom znotraj posredniške hiše. Tradicionalno so bili analitiki za potrebe prodaj finančnih instrumentov finančno podprti skozi posredniške provizije. Pred deregulacijo v ZDA leta 1975 so bile posredniške provizije relativno visoke, po deregulaciji pa so se precej znižale. Analitski oddelki znotraj posredniških hiš so se v iskanju novih virov financiranja obrnili k investicijskemu bančništvu, kar je finančne analitike postavilo v potencialni konflikt interesov⁵ (Choi, 2007, str. 164).

1.1.2 Motivacija za medijsko prepoznavnost analitikov

Prepoznavnost v medijih ponuja analitikom priložnost, da diferencirajo svoj končni izdelek oziroma priporočilo, si pridobijo priznanje ostalih analitikov, izboljšajo svoj status mnenjskih voditeljev in uspešneje tržijo svoje »produkte« potencialnim investitorjem.

³ Analitike za potrebe nakupov finančnih instrumentov zaposlujejo predvsem veliki institucionalni investitorji, analitike za potrebe prodaj pa borzno posredniške hiše. Slednji delajo napovedi dobičkov in priporočila tako za institucionalne kot za individualne investitorje, analitiki za potrebe nakupov finančnih instrumentov pa delajo priporočila samo za upravljavce premoženja v družbi, kjer so zaposleni (Doorley & Garcia, 2006, str. 222).

⁴ Raziskave v magistrskem delu se nanašajo na analitike za potrebe prodaj finančnih instrumentov, razen kjer ni drugače opredeljeno.

⁵ Konflikt interesov, s katerim se sooča finančni analitik, je podrobneje predstavljen v poglavju 3.2.2.

Analitiki so seznanjeni s svojimi glavnimi konkurenti (ostalimi analitiki). Običajno poznajo njihova priporočila, napovedi dobičkov in raziskave. Analitiki se primerjajo drug z drugim, ker je velikokrat njihov način nagrajevanja določen prav s primerjavo med njimi. Olsen (1996, str. 37) je prepričan, da tendenca medsebojne primerjave med analitiki vodi do njihove nenaklonjenosti tveganju. V napovedovanje prihodnjih dobičkov je vključena velika mera nepredvidljivosti, kar jih vodi do bojazni, da so njihove napovedi dobičkov netočne. To privede do pojava, ki ga raziskovalci imenujejo čredenje⁶. Čredenje vodi do nenavadno ozke razpršitve individualnih ocen dobičkov. Analitik noče biti edina oseba, ki je nekaj odkrila. Sprejemljivo je, da se zmoti skupaj z ostalimi analitiki, ni pa dobro, če se s svojo oceno osramoti v ednini. Kljub temu obstaja večja verjetnost, da bodo analitiki, ki so bolj nagnjeni k tveganju, nagrajani s tem, da bodo »vodili čredo«, njihovo ime pa bo objavljeno na eni izmed list najboljših analitikov (Kuperman, Athavale & Eisner, 2003, str. 75).

Analitiki so motivirani, da pomagajo svojemu delodajalcu privabljati nove stranke. Med procesom prve izdaje finančnih instrumentov določenega podjetja investicijski bankirji in analitiki delajo precej časa skupaj; delo vključuje podrobnejše vrednotenje podjetja ter diskusijo o tem, katere pristope naj se uporabi za pozicioniranje in trženje delnic podjetja potencialnim kupcem. Konkurenca investicijskih bank pri pridobivanju novih poslov je vse močnejša, najbolj priznani in ugledni analitiki pa so pogosto ključni pri zagotovitvi takega posla. Investitorji imajo finančne analitike verjetno še vedno za analitike v pravem pomenu besede, v očeh podjetij pa so analitiki postali tržni kanali za njihove delnice (Statman, 1999, str. 24).

Analitike pri delu motivira tudi možnost vpliva objave priporočila oziroma napovedi dobičkov na ceno delnice določenega podjetja. Priporočila, ki jih naredijo medijsko bolj prepoznavni in vplivni analitiki imajo namreč večji vpliv na cene delnic (Kuperman et al., 2003, str. 75). S pošiljanjem relevantnih informacij o določenem podjetju v medije analitiki povežejo podjetje in potencialne investitorje, pripomorejo lahko k izboljšanju slovesa podjetja, to pa lahko prispeva k večji vrednosti podjetja, saj imajo investitorji raje delnice priljubljenih podjetij.

1.2 Analitiki in napovedovanje prihodnosti

Napovedovanje prihodnjega poslovanja podjetij ni lahka naloga, saj je prihodnost enostavno preveč negotova. Kljub temu, da so napovedi analitikov pogosto netočne, bi finančni trgi težko delovali brez njih. Nocera je tako v članku za New York Times napisal, da napovedovanje pomeni trgu, kar težnost pomeni zemlji (Nocera, 2005). Četudi se z napovedjo analitika ne strinjamo, nam kljub temu da neko osnovo, ki jo lahko dopolnimo z našo lastno presojo in se tako odločimo, ali je napoved precenjena ali podcenjena.

⁶ Pojav čredenja analitikov je podrobneje opisan v poglavju 3.1.2.1.

Investitorji verjamejo, da morajo vedeti več kot kdorkoli drug, da bi se lahko na trgu boljše odrezali. To prepričanje izhaja iz teorije učinkovitosti trga. Če so trgi res učinkoviti, potem je edina pot, da se jih premaga ta, da vemo nekaj več, kot vedo vsi ostali udeleženci na trgu, z drugimi besedami, vsaj okvirno moramo poznati prihodnost (Montier, 2005, str. 4).

1.2.1 Primerjava točnosti napovedi analitikov in modelov časovnih vrst

Za napovedi dobičkov podjetij so pogosto uporabljene napovedi izdelane na podlagi univariatnih časovnih vrst, čeprav je že več raziskav pokazalo, da so boljše ocene dobičkov, ki jih izdelujejo analitiki (Brown, Hagerman, Griffin & Zmijewski, 1986, str. 85; Cragg & Malkiel, 1968, str. 78). Ker analitiki obdelajo precej več informacij kot časovne vrste preteklih dobičkov, bi potemtakem njihove napovedi dobičkov morale biti boljši pokazatelj pričakovanih dobičkov kot časovne vrste.

Prednosti analitika pri napovedovanju izhajajo iz možnosti, da v napoved vključi informacije iz različnih virov, napoved lahko takoj prilagodi strukturnim spremembam in jo posodobi v trenutku, ko postane dosegljiva nova informacija. Po drugi strani pa so za analitike značilni visoki začetni in tekoči stroški spremljanja številnih spremenljivk, stroški obiskov podjetij, napoved je odvisna od sposobnosti posameznika, ki ni nezmotljiv, analitik pa je lahko tudi spodbujen, tako s strani vodstva podjetja, ki ga sledi, kot s strani delodajalca, da izdeluje pristranske ocene (Shim, 2000, str. 174).

Več raziskav je poskušalo pokazati, da analitiki delajo boljše približke prihodnjih dobičkov, kot modeli, ki so odvisni samo od zgodovinskih podatkov. Brown in Rozeff (1978, str. 1) na podlagi podatkov za četrletne napovedi dobičkov prva dokumentirata superiornost analitikov. Tudi Fried in Givoly (1982, str. 85) ugotavljata, da finančni analitiki bolj točno napovedujejo prihodnje dobičke kot modeli časovnih vrst. Avtorji pripisujejo superiornost analitikov pri napovedovanju večjemu obsegu informacij o prihodnosti, ki so dosegljive analitikom in njihovi časovni prednosti, saj izdajajo svoje napovedi dobičkov po tem, ko so bile ocene na podlagi modela časovnih vrst že narejene.

Crichfield, Dyckman in Lakonishok⁷ (1978, str. 652) menijo, da modeli časovnih vrst v bistvu dosegajo boljše rezultate v primerjavi z analitiki od aprila do avgusta, vendar pa se situacija obrne v obdobju od septembra do januarja, ko analitiki delajo boljše napovedi dobičkov. Pojasnjujejo, da do tega pride zato, ker je več informacij, ki vplivajo na poslovanje podjetja dostopnih analitikom v zadnjem delu leta.

⁷ Avtorji so preučevali relativno točnost napovedi dobičkov iz podatkovne zbirke *Earnings Forecaster*, ki jo objavlja *Standard and Poor's*, in združuje napovedi dobičkov več kot 50 investicijskih družb. V študiji so merili povprečno kvadratno napako v napovedih dobičkov analitikov in napovedih dobičkov na podlagi časovnih vrst po posameznih mesecih leta. Napaka v napovedi predstavlja razliko med napovedjo in dejanskim dobičkom po posameznih mesecih leta.

Čeprav se študije, ki se osredotočajo na kratkoročne napovedi dobičkov (napovedi od enega do štirih četrtletij) v svojem jedru strinjajo, da analitiki delajo boljše napovedi dobičkov kot modeli časovnih vrst, Damodaran ugotavlja, da je absolutna razlika med dejanskimi dobički in napovedmi za naslednje četrtletje sicer manjša za napovedi, ki jih delajo analitiki, vendar pa se prednosti, ki jih ima analitik, zmanjšujejo s podaljševanjem napovedovalnega obdobja. Primerjava med konsenzom napovedi analitikov z napovedmi, ki so bile osnovane samo na preteklih stopnjah rasti dobičkov, od enega četrtletja do enega leta, je pokazala, da napovedi analitikov presegajo model časovnih vrst za prvo in drugo četrtletje, se odrežejo podobno za tretje četrtletje in dajo slabše napovedi za zadnje četrtletje. Informacijska prednost analitikov torej s časom slabi (Damodaran, 2004, str. 447).

1.2.2 Informacijska prednost analitika

Kljub temu, da natančno napovedovanje prihodnosti ni mogoče, obstaja preprost razlog, zakaj lahko verjamemo, da so napovedi analitika boljše od napovedi, ki so osnovane samo na podlagi pretekle rasti dobičkov. Analitiki lahko, poleg uporabe preteklih podatkov, izkoristijo še druge informacije, ki so uporabne pri ocenjevanju prihodnje rasti. Uporabijo lahko specifične informacije o podjetju, ki so postale znane po zadnji objavi dejanskih dobičkov podjetja. Takšne informacije lahko vodijo do občutne spremembe v oceni bodočih dobičkov posameznega podjetja. Vest, da se bo zamenjalo vodstvo podjetja, tako lahko pomembno vpliva na oceno prihodnjih denarnih tokov.

Informacije o dogajanju v makroekonomskem okolju imajo prav tako pomemben vpliv na bodočo rast dobičkov podjetja. Pričakovana rast vseh podjetij je odvisna od ekonomskih novic o rasti bruto domačega proizvoda, obrestnih mer in inflacije. Analitik mora biti dobro seznanjen tudi s socialnim, političnim in konkurenčnim okoljem, tako, da lahko posodobi napoved z novimi informacijami, ki pridejo v javnost (Damodaran, 2008, str. 21). Novica o rasti gospodarstva z višjo stopnjo rasti od pričakovane se bo po vsej verjetnosti pokazala tudi v povišanju napovedi rasti dobičkov analitikov za ciklična podjetja.

Na analitikovo oceno prihodnjih dobičkov vplivajo tudi informacije, ki jih razkrijejo konkurenti analiziranega podjetja, o pričakovanjih v prihodnosti in njihovi bodoči cenovni politiki. Poročilo o znižanju rasti prodaje konkurenčnega podjetja lahko vodi do popravka napovedi dobičkov za analizirano podjetje.

Analitik ima včasih dostop do privatnih informacij o podjetju, ki ga analizira. Te informacije so lahko relevantne pri oceni prihodnjih dobičkov podjetja. Če zanemarimo občutljivo vprašanje o tem, kdaj je privatna informacija v nasprotju z zakonodajo, lahko trdimo, da lahko dobra privatna informacija vodi do občutno bolj točne ocene prihodnje rasti. Ameriški regulator trga finančnih instrumentov (angl. *U.S. Securities and Exchange Commission*, v nadaljevanju *SEC*) je leta 2000 omejil to luknjo v zakonodaji z uveljavitvijo Uredbe o

poštenih razkritjih (angl. *Regulation Fair Disclosure*⁸), ki omejuje razkritja informacij. Zunaj ZDA so razkritja informacij regulirana v precej manjšem obsegu⁹.

Shim pravi, da so najbolj priljubljeni in najpogosteje uporabljeni viri informacij, ki jih analitiki vključijo v napoved, kontakti z vodstvom podjetja, analitikove lastne raziskave, analiza panoge oziroma konkurentov in ostali analitiki oziroma njihove analize kot vir podatkov (Shim, 2000, str. 172).

1.3 Delovne naloge finančnega analitika

Informacije so analitiku osnova za izdelavo ocen prihodnjih dobičkov podjetij, napovedi ciljnih cen, priporočil za nakup oziroma prodajo delnic in poročil, v katerih opisuje pričakovanja o poslovanju podjetij v prihodnosti. Če bi bil proces napovedovanja analitika učinkovit, predpostavka učinkovitosti pa bi veljala tudi za kapitalske trge, potem bi cene finančnih instrumentov ter analitikove napovedi takoj odsevale vse informacije, ki so dostopne v nekem trenutku. Neučinkovitosti pripeljejo do predvidljivih napak v napovedih analitikov in v spremembah cen finančnih instrumentov.

Glavna naloga analitikov za potrebe prodaj finančnih instrumentov, ki delujejo za borzno posredniške hiše je, da izdajajo priporočila za delnice v imenu svojega delodajalca. Borzno posredniške hiše uporabljajo njihove raziskave, da pridobijo zanimanje strank za trgovanje z delnicami, kar posledično pomeni provizijo za posredniško hišo. Da opravičijo svoja priporočila, jih analitiki običajno pospremijo z napovedjo dobičkov, za katere se pričakuje, da jih bo podjetje zaslužilo v prihodnosti. Stranke se bodo ravnale po priporočilu analitikov v primeru, ko so mnenja, da jim bo to priporočilo pomagalo ustvariti dodano vrednost. Več denarja kot stranka borzno posredniške hiše, ki posreduje pri nakupih oziroma prodajah, zasluži s posameznim priporočilom analitika, bolj je ta analitik dragocen za posredniško hišo.

Dodana vrednost analitikovega poročila se kaže prav v ocenah prihodnjih dobičkov, ne pa v izdelanih priporočilih, ki so neporocionalno nagnjena k priporočilom »kupi«. Analitiki namreč zelo neradi izdajajo priporočila »prodaj« (Zacks, 2003, str. 4). Asquith, Mikhail in Au (2002, str. 9) pokažejo, da je bilo v preučevanem vzorcu¹⁰ njihove raziskave samo 0,5 % priporočil »prodaj«, 30,8 % »močno kupi«, 40 % »kupi« in 28,7 % priporočil »drži«.

⁸ Uredba o poštenih razkritjih je podrobneje predstavljena v nadaljevanju magistrske naloge, poglavje 4.1.1.

⁹ V Evropski Uniji to področje ureja Direktiva o nedovoljenih ravnanjih na trgu, ki opredeljuje nedovoljena ravnanja na trgu kapitala, kršitelje in nadzornike, njen namen pa je poenotiti merila pri odkrivanju, preprečevanju in kaznovanju nedovoljenih ravnanj na trgu kapitala na območju članic Evropske unije.

¹⁰ Vzorec je vključeval poročila najvišje rangiranih analitikov med letoma 1997 in 1999 iz podatkovne baze *Investext*.

Razumevanje odločitvenega procesa analitika je težavna naloga. Večino raziskav je bilo narejenih tako, da so raziskovalci analitike spraševali o načinu obvladovanja informacij. Z njimi so komunicirali z namenom analiziranja miselnega procesa analitika v smislu načina procesiranja informacij. Pregledali so vsebino analitikovega poročila, da so iz njega izluščili informacije, na katere se analitiki zanašajo pri izdelavi napovedi, delali pa so tudi preizkuse, s katerimi so preučevali, kako analitiki uporabljajo informacije, ki jih pridobijo. Ker imajo analitiki naloge, ki so precej odvisne od okoliščin in posebnosti posameznega podjetja, je njihov odločitveni proces zelo težko modelirati (Ramnath, Rock & Shane, 2008, str. 8). Raziskovalci se soočajo tudi s problemom razumevanja konflikta interesov, s katerim se soočajo analitiki. Delodajalci analitikov so namreč pogosto investicijske banke, katerim je zelo pomembno, kaj piše v analizi določenega podjetja, ki je njihova stranka. Nagrajevanje analitika je tako velikokrat povezano z njegovo »ustrežljivostjo« in pomočjo vodstvu pri pridobivanju donosnih poslov na področju investicijskega bančništva. Istočasno pa je analitikov zunanji ugled vsaj delno odvisen od kvalitete napovedi oziroma priporočila, ki ga izdela. Ti dve spodbudi si velikokrat nasprotujeta. Ko se od analitika pričakuje, da bo pomagal pridobiti določeno stranko, le-ta velikokrat izda napoved, ki sicer ni najbolj točna, a pomaga oddelku investicijskega bančništva pri pridobitvi novega posla, kar pa ni v skladu z načelom stremjenja h kvaliteti napovedi.

1.4 Sestava analitikovega poročila

Čeprav poročila različnih analitikov niso zasnovana na enaki osnovi, povečini vsa vsebujejo skupen okvir: priporočilo za delnico, ocene prihodnjih dobičkov na delnico za naslednji dve četrletji in za naslednji dve leti, večino poročil pa vključuje tudi dolgoročno napoved rasti dobičkov in ciljno ceno. Vsako poročilo, ki je vredno svojega imena bo vsebovalo tudi pojasnilo za priporočilo delnice.

Najosnovnejši del vsakega analitikovega poročila je **priporočilo za delnico**. Priporočilo »močno kupi« za podjetje X tako pomeni, da je delnica podjetja X ena izmed najbolj atraktivnih delnic v panogi, ki jih analitik pokriva. Vendar pa je nasvet, ki ga vsebuje priporočilo v veliko primerih pristranski, zato mu ne smemo slepo verjeti. Glavna razloga sta dva, prvič, analitiki imajo običajno odpor do izdaje priporočil »prodaj« in, drugič, analitiki nočejo povedati, kaj si dejansko mislijo o podjetju, zaradi pritiskov s strani investicijskih bankirjev. Investitorji velikokrat napačno interpretirajo analitikovo priporočilo, saj se zelo počasi navajajo na dejstvo, da njihovih izjav ne smejo jemati dobresedno (Shefrin, 2002, str. 257). Tudi v primeru, ko se delnice ne splača kupiti, analitiki neradi izdajo priporočilo »prodaj«. Običajno raje pojasnijo, da je na kratek rok podjetje pod številnimi pritiski trga in izdajo priporočilo »drži« (Zacks, 2003, str. 5).

Sestavni del poročila je tudi **napoved prihodkov in dobičkov na delnico** podjetja, za katere analitik presodi, da jih bo podjetje doseglo v naslednjih četrletjih oziroma v naslednjih letih.

Analitiki ocenjujejo rast dobičkov za različna časovna obdobja, od četrtertletja pa do petih let. Kljub temu je število izdelanih napovedi največje za naslednje četrtertletje, s časovno oddaljenostjo pa se njihovo število zmanjšuje. V letu 2008 je tako samo 20 % analitikov izdelalo dolgoročne ocene rasti podjetij, medtem ko je večina analitikov izdelala napovedi dobičkov za naslednje četrtertletje (Damodaran, 2008, str. 20).

Kot dodatek k priporočilu in napovedim dobičkov, analitiki v priporočilo pogosto vključijo tudi **dolgoročno napoved rasti**. Izraz dolgoročna rast se med posameznimi analitiki razlikuje, vendar pa običajno pomeni napoved rasti dobičkov od treh do petih let. Dolgoročna stopnja rasti je letna stopnja rasti, po kateri analitik misli, da bo dobiček na delnico podjetja rasel v naslednjih treh do petih letih. V nasprotju z ocenami prihodnjih dobičkov, ki so absolutne ocene dobičkov na delnico za četrtertletna oziroma letna fiskalna obdobja, je dolgoročna napoved rasti odstotna letna napoved rasti. Slednja je sicer lahko uporabna, vendar pa je pogosto tudi zavajajoča. Ker je dolgoročna napoved rasti povprečje tistega, kar se pričakuje, da se bo zgodilo v treh do petih letih, se analitik včasih izogne popravku oziroma znižanju ocene, kljub slabšemu poslovanju podjetja v zadnjih četrtertletjih. V splošnem imajo analitiki večji odpor do popravkov dolgoročnih rasti prihodnjih dobičkov podjetij navzdol kot navzgor (Zacks, 2003, str. 49). Kot rezultat neažurnega posodabljanja napovedi, je že nekaj podjetij šlo v stečaj z dvoštevlično dolgoročno oceno rasti dobičkov.

Ciljna cena je zelo kvalitativna in nejasna številka, ki nudi grobo oceno glede cene delnice v obdobju enega leta. Zacks ugotavlja, da analitiki velikokrat pridejo do ciljne cene delnic v dveh korakih; prvi je ocena prihodnjih dobičkov podjetja, ki ni lahka naloga, drugi korak pa je subjektivna ocena mnogokratnika P/E¹¹ na te prihodnje ocenjene dobičke. Ravno ta drugi korak predstavlja problem ciljne cene¹² (Zacks, 2003, str. 52). Asquith in sodelavci so preučevali točnost ciljnih cen, ki jih objavljajo analitiki v svojih poročilih. Avtorji definirajo napoved ciljne cene kot točno oziroma ne preveč optimistično, če cena delnice izenači oziroma preseže napovedano ceno v obdobju 12-ih mesecev po objavi poročila. Ugotavljajo, da je bilo v opazovanem obdobju med letoma 1997 in 1999, doseženih oziroma preseženih 54 % objavljenih ciljnih cen, preostalih 46 % podjetij pa je v obdobju enega leta doseglo v povprečju 84 % ciljne cene (Asquith et al., 2002, str. 3).

V **tekstovnem delu** analitik obrazloži, kako je prišel do dobljenih napovedi. Pogosto je ta del zelo kratek, saj lahko obsega tudi eno samo stran. Besedilo poročila je dobro prebrati, saj lahko iz njega razberemo, zakaj je analitik delal popravke ocen dobičkov in kaj je bila osnova za te popravke, ali so bile to računovodske spremembe, nižanje stroškov, rast prihodkov ali prevzemi. Večina besedila v poročilu je običajno optimistična; če analitik nima

¹¹ Mnogokratnik P/E (angl. *price-to-earnings ratio*) oziroma mnogokratnik čistega dobička je razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico.

¹² Težava je predvsem v snovanju prihodnjih nivojev mnogokratnika P/E, saj je izračun kazalnika povsem arbitraren. Na mnogokratnik P/E velikokrat vpliva tudi popularnost delnice oziroma panoge, v katero spada določeno podjetje (Zacks, 2003, str. 52).

pozitivnih novic o poslovanju podjetja v prihodnosti, je raje tiho, kot da bi investitorje seznanil s slabo novico. Rezultat tega je, da nekatera najbolj negativna poročila vsebujejo samo ocene prihodnjih dobičkov in kratek komentar na kratkoročne težave podjetja. Investitorji bi tako morali vsako poročilo, ki ni optimistično, dejansko razumeti kot pesimistično.

1.5 Razlike med evropskimi in ameriškimi finančnimi analitiki

V Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA) je osnovna naloga finančnih analitikov, da nudijo kvalitetne napovedi dobičkov, ki služijo kot input v različne modele vrednotenja, evropskim finančnim analitikom pa so dodeljene raznovrstne naloge: veliko potujejo, predvsem pa vlagajo veliko truda, da opravičijo svoje odločitve strankam in upravljavcem premoženja, pišejo analize za lokalne časopise z namenom lastne promocije, nekateri pa poleg analitskega dela celo upravljajo kakšen vzajemni sklad (Bolliger, 2003a, str. 5). Raznolikost in težavnost delovnih nalog je tako velika, da izkušnje ne pomenijo pomembnega dejavnika pri točnosti izdelave napovedi dobičkov.

Veliko raziskav v povezavi z delom finančnih analitikov je bilo narejenih za področje ZDA, raziskave, ki se nanašajo na evropske analitike, pa so še v fazi razvoja. Za evropski trg so namreč značilne nekatere posebnosti. V primerjavi z ZDA je v Evropi manj znanega o tem, kakšna je vloga finančnega analitika na trgu dela, med drugim tudi ni povsem jasno, kako je njegova nagrada povezana s kakovostjo njegovega dela. V ZDA je nagrajevanje analitikov vezano tudi na njihov zunanji ugled¹³, za evropske analitike pa ima zunanji ugled manjši pomen. Napovedi evropskih analitikov so investitorjem dostopne velikokrat celo brezplačno, analitikovo delo pa zato ustvari malo neposrednih prihodkov. Tudi razlike v računovodskih praksah, na podlagi katerih evropska podjetja poročajo finančne izkaze, lahko otežijo nalogo napovedovanja evropskih analitikov (Bolliger, 2003b, str. 26).

Čeprav je prisoten trend povezovanja evropskih trgov, cene delnic v evropskih državah še vedno v veliki meri reagirajo na dejavnike v domačem gospodarstvu. Za ameriško okolje Guay, Haushalter in Minton (2003, str. 1) ugotavljajo, da se analitiki soočajo z velikimi težavami pri vključevanju vplivov obrestnih mer, deviznega tečaja in šokov v cenah dobrin v napovedi dobičkov. Analitiki naj bi razrešili samo med 28 % in 56 % celotne negotovosti, ki je povzročena z gibanjem omenjenih dejavnikov. Domnevamo lahko, da se s še večjimi težavami pri napovedovanju sooča panožno specializiran finančni analitik, ki pokriva delnice po različnih evropskih državah.

¹³ Zunanji ugled ameriških analitikov je velikokrat povezan z rangiranjem analitikov oziroma njihovo uvrstitvijo med najbolj priznane analitike. Kot je razvidno v nadaljevanju magistrske naloge, ne drži vedno, da so bolj ugledni analitiki tudi najbolj točni. Na ameriške analitike namreč vpliva konflikt interesov v povezavi s posli investicijskega bančništva, ki je v ZDA zagotovo prisoten v večji meri kot v Evropi. V Evropi je aktivnost izdajanja novih vrednostnih papirjev manjša kot v ZDA (Bolliger, 2003b, str. 25).

Bolliger (2003b, str. 55) trdi, da so finančni analitiki v Evropi kaznovani (prekinitev delovnega razmerja ali nazadovanje na slabše delovno mesto), če imajo preslabo zgodovino napovedi dobičkov, kar zadeva točnost napovedi. Po drugi strani pa niso nagrajeni (v smislu napredovanja na delovno mesto finančnega analitika v bolj priznani borzno posredniško hišo) za večjo točnost svojih napovedi. Posledica je, da evropski analitiki ne vlagajo veliko truda v proces napovedovanja. Avtor raziskave je na podlagi podatkov za obdobje 1990 do 1999 ugotovil, da letno v povprečju samo 1,3 % evropskih analitikov odide k bolj priznanim borzno posredniškim hišam, približno enak delež jih odide k borzno posredniškim hišam z nižjim statusom. To je precej nižji odstotek kot v ZDA, kjer letno 23,73 % analitikov odide k bolj, 25,74 % pa k manj priznanim borzno posredniškim hišam. Fluktuacija analitikov v Evropi je torej precej nižja kot v ZDA. Zaključimo lahko, da je točnost analitikovih napovedi oziroma vsestranska uporabnost analitikov manj opažena v Evropi kot v ZDA, saj so evropski analitiki v manjši meri nagrajeni v obliki kariernega napredovanja kot ameriški analitiki. Povprečen odstotek evropskih analitikov, ki vsako leto zapustijo poklic, je visok, saj se v opazovanem obdobju giblje med 13 % in 20 %; to, po mnenju avtorja, pojasni nizko raven izkušenj, ki jih imajo evropski analitiki (Bolliger, 2003b, str. 51).

Bagella, Becchetti in Ciciretti (2004, str. 13) so prišli do zaključka, da institucionalne in regulatorne razlike med državami vplivajo na kakovost informacij. Večji problem evropskega finančnega trga je manjša točnost javno dostopnih informacij, ki so vključene v analitikeve napovedi. To povečuje verjetnost trgovanja z izkoriščanjem notranjih informacij in zmanjšuje dostop ter zaupanje malih delničarjev do finančnih trgov. Te ovire imajo lahko negativne učinke na mednarodno konkurenčnost evropskih finančnih trgov v smislu manjših pritokov tujih prihrankov in likvidnih zunanjih finančnih virov za kotirajoča podjetja.

2 OCENE PRIHODNIJH DOBIČKOV PODJETJA

Investitorji in upravljalci premoženja se v veliki meri zanašajo na napovedi analitikov pri nakupih in prodajah delnic, kljub temu, da obstaja omejena količina dokazov, da so napovedi dobičkov analitikov točne oziroma objektivne. Vendar pa nam število analitikov po svetu in količina izdelanih napovedi pove, da jim investitorji vseeno v veliki meri zaupajo. Damodaran ugotavlja, da so v januarju 2008 finančni analitiki sledili skoraj 3.000 kotirajočim podjetjem v ZDA in na tisoče podjetjem drugod po svetu (Damodaran, 2008, str. 20). Običajno analitiki sledijo podjetjem z višjo tržno kapitalizacijo, vendar pa igrata pomembno vlogo tudi likvidnost in institucionalni interes.

V večjih borzno posredniških hišah so analitiki običajno specializirani za posamezno panogo, od njih se pričakuje, da bodo na področju panoge, ki jo pokrivajo, čimbolj objektivni izvedenci. Kljub temu so njihove napovedi pogosto netočne oziroma preveč konzervativne zaradi vpliva vodstev podjetij, ki jih analizirajo in pritiska strank posredniških hiš.

Vodstvo podjetja ni naklonjeno temu, da analitiki dajejo njihovemu podjetju preveč optimistične oziroma pesimistične napovedi prihodnjih dobičkov. Najboljši scenarij za podjetje je, da analitik optimistično oceni prihodnje dobičke podjetja, vendar ravno v pravšnji meri, ter njihovo oceno proti približevanju dnevu objave dejanskih dobičkov postopno znižuje tako, da je ravno toliko pesimistična, da jo podjetje lahko preseže. Analitiki običajno ustrezajo željam vodstva, saj se mu nočejo zameriti z objavo negativnih napovedi o podjetju in se s tem postaviti v slabši položaj v smislu pridobivanja informacij s strani vodstva podjetja. Ta pojav je podrobneje opisan v poglavju 3.2.2.1, ki govori o vzdrževanju stikov z vodstvom podjetja.

Poleg tega analitiki nočejo vznemirjati strank, ki uporabljajo njihova priporočila. Priporočilo »prodaj« lahko povzroči precejšnjo paniko med investitorji. Še posebno upravljavci premoženja, ki imajo večje pozicije v določenih delnicah, lahko začnejo z velikimi prodajami. Analitiki preprečijo odtujevanje strank s tem, da, preden izdajo priporočilo »prodaj«, omenijo nekaterim največjim strankam, da je delnica zrela za prodajo. Šele potem, ko so te stranke prodale delnice, analitik javno izda priporočilo »prodaj«. Investitorji, še posebno, če so pomembne stranke, ne marajo analitikov, ki neprestano pošiljajo opozorilne signale na trg (Zacks, 2003, str. 22).

Napovedi rasti dobičkov s strani analitikov so po mnenju Damodarana lahko uporabne, kljub temu pa se je treba izogibati slepemu sledenju njihovih ocen. Analitiki pogosto delajo pomembne napake pri napovedovanju, deloma zato, ker so odvisni od zgodovinskih podatkov in enakih virov informacij, ki so lahko zavajajoče in deloma zato, ker včasih spregledajo pomembne spremembe v temeljnih karakteristikah podjetja. Skrivnost uspešnega vrednotenja podjetij po mnenju Damodarana leži prav v odkrivanju nekonsistentnosti med napovedmi rasti s strani analitikov in temelji podjetja, torej novimi investicijami in izboljšano učinkovitostjo (Damodaran, 2008, str. 24).

2.1 Razlog za ocenjevanje dobičkov podjetij

Ekonomska literatura posveča precejšnjo pozornost napovedim dobičkov analitikov predvsem zaradi šestih razlogov.

Prvič, ocene dobičkov so pomembne zaradi njihovega vpliva na ceno delnice. Hipotezo, da imajo analitikove ocene dobičkov občuten vpliv na ceno delnice in njen obseg trgovanja, je potrdilo že več raziskav (Cooper et al., 1999, str. 3). Kim in Verrecchia sta pokazala, da pričakovane javne objave lahko spremenijo cene delnic ter povzročijo porast v obsegu trgovanja (Kim & Verrecchia, 1991, str. 302). Cenovni odziv v času objave je sorazmeren z deležem informacij v objavi, ki je bil nepričakovan in z relativno pomembnostjo informacij glede na pretekla prepričanja trgovcev. Relativna pomembnost informacij se povečuje s

povečevanjem točnosti sedanje objave in se zmanjšuje s povečevanjem točnosti informacij pred objavo.

Drugi razlog je ponudba zanesljivejših približkov ocen dobičkov za empirične teste modela preostalega dobička¹⁴. Napovedi dobičkov so osnovni vložki v modele ocenjevanja vrednosti sredstev in stroškov kapitala. Posledica bolj točnih napovedi prihodnjih dobičkov bodo bolj točne ocene vrednosti podjetij.

Tretji razlog je, da je mogoče pri opazovanju gibanja izdanih napovedi dobičkov individualnih analitikov in testiranju prisotnosti oblik neracionalnosti pri njih, najti empirično podporo za obstoj anomalij delniškega trga (Bagella et al., 2004, str. 3).

Četrti razlog je priložnost za testiranje teorije racionalnih pričakovanj pod hipotezo, da je racionalnost analitikov zgornja meja tržne racionalnosti. Sicer je težko verjeti, da so pričakovanja analitikov mera za dejanska pričakovanja udeležencev na trgu. Vendar pa ta hipoteza stoji na predpostavki, da analitiki vlagajo veliko v svoje raziskave in pridobivanje informacij, njihovo preživetje pa je odvisno od veljavnosti njihovih napovedi, kar naj bi pomenilo, da naredijo vse, kar je v njihovi moči, za točnost napovedi (Bagella et al., 2004, str. 3). Racionalnost analitikovih napovedi sta preučevala tudi Keane in Runkle, ki sta zaključila, da imajo napovedi dobičkov na delnico, ki jih delajo finančni analitiki, lastnosti racionalnih napovedi (1998, str. 797).

Petič, velik delež prihodkov, ki jih ustvari investicijska banka, in uspešnost upravljavcev premoženja v banki sta v veliki meri odvisna od analitikovih sposobnosti napovedovanja. Za finančne institucije je zato pomembno, da natančno opredelijo dejavnike, ki vplivajo na večjo natančnost napovedi dobičkov analitikov ter poskrbijo za dobro organizacijo raziskovalne dejavnosti.

Šestič, točnost napovedi dobičkov je pomembna tudi analitikom. Zelo verjetno je, da bodo bolj točne napovedi dobičkov nagrajene, analitik, ki izdeluje manj natančne napovedi, pa bo zelo verjetno primoran zapustiti posredniško hišo ali celo zamenjati poklic. Nagrada za točne napovedi je lahko podana v obliki priznanja, uvrstitve med najbolj priznane analitike ali v obliki napredovanja.

¹⁴ Preostali dobiček je dobiček, ki ostane po tem, ko je projekt pokril svoje stroške kapitala oziroma zahtevano stopnjo donosa.

2.2 Konsenz napovedi dobičkov podjetij

Poleg individualnih ocen dobičkov mnogi ponudniki finančnih informacij¹⁵ zbirajo in objavljajo statistično analizo napovedi, ki jih izdelujejo analitiki, v obliki konsenza ocen dobičkov na delnico. Konsenz napovedi dobičkov je povprečje ocen prihodnjih dobičkov na delnico določenega podjetja in je običajno manj tvegan od zanašanja na napovedi individualnih analitikov, saj zmanjšuje tveganje, da posamezni analitik naredi napačno oceno. Konsenz se lahko izračunava kot ocena za tekoče četrletje, naslednje četrletje, tekoče fiskalno leto, naslednje fiskalno leto in kot dolgoročno stopnjo rasti.

Ponudniki, ki kot storitev ponujajo napovedi dobičkov podjetij, običajno nudijo tudi informacijo o presenečenjih v objavljenih dobičkih (angl. *earnings surprises*), ki so razlika med dejanskimi in napovedanimi dobički na delnico. Pri slednjih se uporablja konsenz napovedi. Podjetje lahko izenači ali preseže konsenz napovedi dobičkov s strani analitikov, lahko pa ga tudi ne doseže. Slednje meče slabo luč na podjetje, saj nakazuje, da podjetje ne posluje v skladu s pričakovanji analitikov.

Kljub temu uporaba konsenza, ki je izračunan kot enostavno povprečje individualnih napovedi dobičkov različnih analitikov, ni vedno učinkovita investicijska strategija. Študija, ki so jo opravili Butler, Kraft in Markov (2007, str. 3) pokaže, da konsenz, ki temelji na enostavnem povprečju ocen dobičkov individualnih analitikov, ne združuje informacij, ki jih v napovedih upoštevajo posamezni analitiki, na učinkovit način. Shema združevanja ocen dobičkov, ki temelji na podlagi upoštevanja različnih lastnosti analitikov, da kot rezultat bolj točen konsenz napovedi. V primeru napovedi, izdanih v 60-ih dneh pred objavo dejanskih dobičkov¹⁶, je bila povprečna kvadratna napaka konsenza napovedi, ki je bil tehtan s starostjo napovedi, velikostjo borzno posredniške hiše in izkušnjami analitika, občutno manjša kot pri navadnem konsenzu. Če se točnost napovedi med analitiki razlikuje, so lahko bolj točni približki napovedi dobičkov narejeni z dajanjem večje teže ocenam dobičkov, ki so jih izdelali bolj točni analitiki. Avtorji raziskave ugotavljajo, da se dodana vrednost glede točnosti napovedi dobičkov povečuje s povečevanjem komponent, ki vplivajo na oceno prihodnjih dobičkov in s povečevanjem heterogenosti teh komponent.

¹⁵Celovite finančne informacije so ključne za pregledne, urejene in konkurenčne finančne trge. Pomembna ponudnika finančnih informacij sta *Institutional Brokers Estimate System* (v nadaljevanju I/B/E/S) in *Zacks Investment Research*. Informacije slednjega so dosegljive tudi preko nekaterih drugih spletnih strani, vključno z *Yahoo! Finance*. Večji ponudniki napovedi dobičkov oskrbujejo investitorje z napovedmi dobičkov na delnico, dolgoročnimi napovedmi rasti dobičkov na delnico in priporočili, ki jih zbirajo predvsem od različnih borzno posredniških hiš, ki zaposlujejo analitike. Glavne razlike med ponudniki so v njihovem mednarodnem pokritju, v datumu, od katerega zbirajo podatke in v karakteristikah analitikov, od katerih dobijo napovedi dobičkov.

¹⁶Avtorji študije so v opazovani vzorec vključili napovedi dobičkov iz podatkovne baze I/B/E/S v obdobju med 1983 do 2006.

Pri različnih ponudnikih finančnih informacij je potrebno biti pozoren na več dejavnikov, saj le-ti ne definirajo enako dejanskih in napovedanih dobičkov. Dobički na delnico so tako lahko neprilagojeni dobički na delnico (angl. *basic earnings per share*) ali prilagojeni dobički na delnico¹⁷ (angl. *diluted earnings per share*).

Slabost enostavnega konsenza na delnico je, da so ocene dobičkov analitikov izdelane v različnih časovnih obdobjih. Ker se točnost napovedi, zaradi dodatno razkritih informacij, povečuje s približevanjem datumu objave dejanskih dobičkov, je potrebno upoštevati, da je konsenz napovedi povprečje napovedi dobičkov z različno stopnjo točnosti, ki so zbrane na določen trenutek. Razpon napovedi v konsenzu je tako lahko zelo velik. Podatkovna baza Zacks je na primer v letu 1999 za družbo Disney beležila porazdelitev napovedi dobičkov s povprečjem 1,06 ameriških dolarjev na delnico, v obsegu med 0,95 in 1,25 ameriških dolarjev na delnico (Peterson & Fabozzi, 2006, str. 150).

2.3 Dolgoročne ocene rasti dobičkov

Daljše kot je napovedovalno obdobje, večja negotovost je povezana s poslovanjem podjetja. Posledično so dolgoročne napovedi dobičkov povezane z večjo napako v napovedi dobičkov. Obstoj dolgoročnih napovedi rasti podjetij je pozitivno povezan s priložnostmi za rast podjetja, finančnim zdravjem podjetja, deležem delnic, ki so v rokah dolgoročnih investitorjev, velikostjo in starostjo podjetja. Analitiki z manjšimi časovnimi omejitvami, boljšimi informacijskimi viri in bogatejšimi izkušnjami ter analitiki, ki v svoje delo vložijo več truda, poleg kratkoročnih napovedi dobičkov podjetja bolj verjetno izdajajo tudi dolgoročne napovedi rasti dobičkov (Jung & Yang, 2008, str. 30).

Konsenz dolgoročnih ocen rasti prihodnjih dobičkov je povprečje individualnih dolgoročnih napovedi rasti dobičkov, ki so jih izdelali analitiki. Podjetja, ki imajo visok konsenz napovedi dolgoročnih rasti dobičkov, veljajo za rastoča podjetja, z njimi pa naj bi se trgovalo na relativno visokih nivojih (običajno se tukaj smatrajo visoki nivoji mnogokratnika P/E), vendar pa ta trditev ne drži vedno. Ker je izdelava bolj oddaljenih napovedi rasti dobičkov zelo nepredvidljiva, pri njihovi izdelavi individualni analitiki velikokrat delajo iztočnice na podlagi analiz oziroma napovedi drugih analitikov in trga. V primeru, ko posamezen analitik pričakuje visoko rast dolgoročnih dobičkov določenega podjetja, to običajno pričakuje tudi trg. Podjetja s predvidenimi visokimi rastmi dobičkov optimistične ocene rasti običajno ne realizirajo, z njimi pa se velikokrat trguje na preveč visokih nivojih mnogokratnika P/E. Raziskava Zacksa pokaže, da je v 60 % primerov napoved dolgoročne ocene rasti prihodnjih dobičkov preveč optimistična (Zacks, 2003, str. 221). Do podobnega zaključka glede preveč

¹⁷ Podjetje lahko izda vrednostne papirje, ki so pod določenimi pogoji zamenljivi za redne delnice ali opcije (delniške opcije, zamenljive prednostne delnice, nakupni boni). Prilagojeni dobiček na delnico je čisti dobiček na delnico ob upoštevanju maksimalnega števila navadnih delnic, ki bi jih podjetje lahko imelo, če bi se pravice do zamenjave oziroma nakupa uresničile.

optimističnih dolgoročnih ocen rasti dobičkov pridejo tudi Ramnath in sodelavci (Ramnath et al., 2008, str. 57).

Chan, Karceski in Lakonishok (2003, str. 643) pa ugotavljajo, da dolgoročne napovedi dobičkov analitikov zelo malo prispevajo k napovedovanju prihodnje dolgoročne rasti podjetij. Kljub temu je raziskava avtorjev Vander in Carleton (1988, str. 4) pokazala, da so petletne napovedi dobičkov analitikov iz podatkovne baze I/B/E/S¹⁸ vseeno boljše od napovedi, ki so osnovane samo na zgodovinskih podatkih.

Dolgoročne napovedi rasti dobičkov analitikov so prišle pod drobnogled z naraščajočo popularnostjo modela preostalega dobička. Analitikove napake pri dolgoročnih stopnjah rasti dobičkov so po mnenju nekaterih predvidljive, saj naj bi bile preveč optimistične dolgoročne napovedi rasti dobičkov povezane s podjetji z visokimi mnogokratniki P/B¹⁹ in podjetji z visoko stopnjo rasti prodaje v preteklosti (Ramnath et al., 2008, str. 59). Glede na pomembnost dolgoročnih stopenj rasti pri ocenjevanju vrednosti podjetja, je bilo o njih narejenih presenetljivo malo raziskav. Analitiki so pogosto ocenjeni na podlagi njihovih priporočil in kratkoročnih ocen dobičkov, ne pa na podlagi ocen dolgoročnih stopenj rasti.

Kljub vsem pomanjkljivostim se delniški trg odziva na objavljene napovedi dolgoročnih stopenj rasti. Jung in Yang ugotavljata, da se investitorji močneje odzovejo na priporočila analitikov, ki v svoje napovedi vključijo tudi dolgoročne stopnje rasti. Ti investitorji več zaslužijo s trgovanjem kot investitorji, ki se zanašajo na priporočila analitikov, ki dolgoročnih stopenj rasti ne napovedujejo. Dokažeta tudi, da investitorji dojemajo dolgoročne stopnje rasti kot pomembne za investicijske odločitve (Jung & Yang, 2008, str. 30).

2.4 Tempiranje objav napovedi dobičkov

Analitiki sami določijo trenutek objave napovedi dobičkov tako, da tehtajo med hitrostjo objave in točnostjo napovedi. Struktura toka informacij je takšna, da na začetku napovedovalnega obdobja pridobijo začetne javno dostopne informacije, vsak analitik pa ima možnost pridobiti tudi dodatne informacije, ki so relevantne za višino pričakovanega dobička določenega podjetja. S približevanjem objavi dejanskih dobičkov prihajajo v javnost še dodatne informacije o podjetju, ki prispevajo k boljši sliki o poslovanju podjetja v prihodnje.

¹⁸ I/B/E/S je okrajšava za Institutional Brokers' Estimate System. Podatkovna baza je v lasti družbe Thomson Reuters. V njej lahko najdemo več kot 26 mer napovedi (npr. napoved dobička na delnico, prihodkov, prodaje, dobička pred davki, dobička iz poslovanja, ciljnih cen, dividend na delnico, priporočila analitikov idr.) za več kot 21.000 družb (Financial I/B/E/S, 2009).

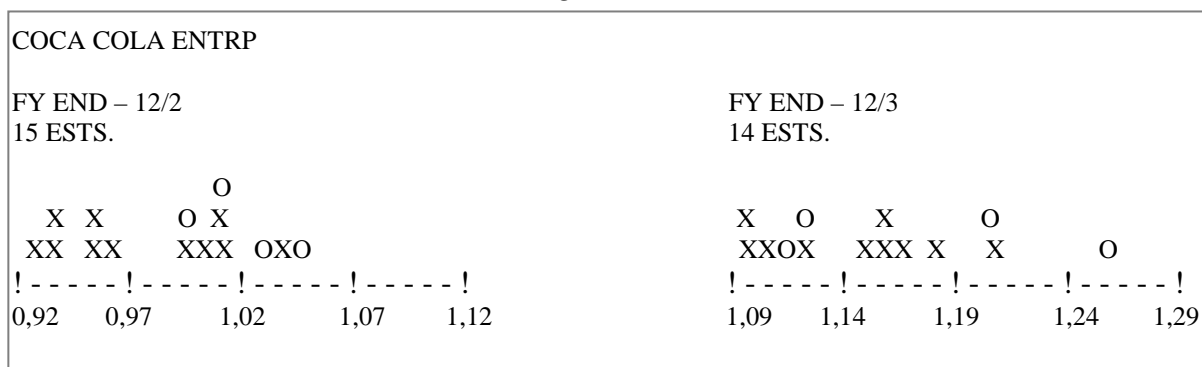
¹⁹ Mnogokratnik P/B (angl. *price-to-book ratio*) oziroma mnogokratnik knjigovodske vrednosti je razmerje med tržno ceno delnice in knjigovodsko vrednostjo delnice.

Večino podjetij pokriva več analitikov, zato je pomembno razumevanje konkurence med njimi. Po objavi napovedi dobičkov s strani enega analitika, pride do izboljšanja v točnosti javno dostopnih informacij o prihodnjih dobičkih. To ima dva nasprotujoča si učinka na drugega analitika, ki še ni objavil svoje napovedi dobičkov. Njegova napoved dobičkov bo sicer verjetno bolj točna, vendar pa bo imela nižjo dodano vrednost za investitorja (Guttman, 2008, str. 2).

Vodilni analitiki, ki so podrobneje opisani v poglavju 3.1.4, imajo običajno boljši dostop do informacij o podjetju kot ostali oziroma boljše diferencialne sposobnosti za obdelovanje teh informacij. Prednosti, ki jih imajo nekateri analitiki pri pridobivanju informacij, ki so uporabne za napovedovanje prihodnjih dobičkov, jim dopuščajo, da pripravijo in izdajo napovedi dobičkov pred ostalimi, manj informiranimi analitiki. Slednji malce počakajo s svojo napovedjo dobičkov, da vanjo vključijo še informacije, ki so jih uporabili vodilni analitiki v svojih napovedih. Vsak analitik določi tempiranje svoje objave napovedi dobičkov tako, da maksimizira izkoristek od prodaje svoje napovedi tveganju nenaklonjenemu investitorju (Guttman, 2008, str. 29). Cooper in sodelavci (1999, str. 28) so preučevali tržni odziv na objave napovedi dobičkov vodilnih analitikov in analitikov, ki jim sledijo. Avtorji so zaključili, da je cenovni odziv na objave napovedi vodilnih analitikov višji kot pri objavah napovedi dobičkov ostalih analitikov. Rezultati študije pokažejo, da je s strani investitorjev bolj cenjena hitrost napovedi, kot naknadna točnost napovedi.

Zadnje napovedi dobičkov, ki jih izdelajo analitiki pred objavo dejanskih dobičkov, lahko primerjamo s starejšimi napovedmi na histogramu ocen dobičkov, ki ga najdemo na spletni strani ponudnika *Zacks Investment Research*. Histogram ocen dobičkov je grafičen prikaz ocen dobičkov analitikov v času. Histogram je sestavljen iz več X-ov in O-jev, ki so razporejeni vzdolž vodoravne črte, ki predstavlja višino ocenjenega dobička na delnico za določeno podjetje. Vsak X in O predstavlja individualno oceno analitika. X-i predstavljajo starejše ocene dobičkov, O-ji pa zadnje oziroma nedavne napovedi. Meja med starejšimi in novejšimi napovedmi dobičkov je interno določena s strani ponudnika.

Slika 1: Primer histograma za delnico Coca-Cole



Vir: M. Zacks, *Ahead of the Market: The Zacks Method for Spotting Stocks Early*, 2003, str. 99

S histogramom dobimo pregledno grafično predstavitev, kje natančno se nahajajo zadnje napovedi dobičkov glede na ostale napovedi. Ko so O-ji desno od X-ov to pomeni, da analitiki delajo popravke napovedi dobičkov navzgor in obratno. Histogram na sliki 1 kaže popravke dobičkov navzgor za tekoče (slika levo) in naslednje fiskalno leto (slika desno) za družbo Coca-Cola.

Če več analitikov popravi svoje ocene navzgor tik pred objavo realiziranih dobičkov, je to dober signal, da bo podjetje ob objavi presešlo analitikove napovedi. Podobno, če več analitikov pred objavo dejanskih dobičkov podjetja popravi svoje ocene dobičkov navzdol, je to znak, da bo prišlo do negativnega presenečenja v objavljenih dobičkih (Zacks, 2003, str. 144).

2.5 Točnost analitikovih napovedi dobičkov

Celoten pregled literature v povezavi z napovedmi dobičkov presega dolžino magistrskega dela. Kljub temu v nadaljevanju predstavljam glavne ugotovitve izdelanih raziskav na to temo.

Po svetu je zaposlenih na tisoče analitikov z namenom, da napovedujejo prihodnje dobičke podjetij, poleg ostalih informacij, ki jih dnevno pridobivajo in finančnih analiz, ki jih izdelujejo. Napoved dobičkov je racionalna, če ne vsebuje sistematičnih napak (nepriustranskost) in ne more biti izboljšana z uporabo informacij, ki so dosegljive v času izdelave napovedi (učinkovitost).

2.5.1 Vpliv razpršitve analitikovih napovedi dobičkov na trg finančnih instrumentov

Razpršitev ocen dobičkov (merjena kot standardni odklon v napovedih dobičkov analitikov od konsenza), ki je pokazatelj (ne)strinjanja analitikov o prihodnjih dobičkih podjetja, lahko uporabimo kot približek za negotovost investitorjev pred objavami rezultatov. Razpršitev napovedi dobičkov analitikov je velikokrat uporabljena kot dejavnik, od katerega je odvisen obseg trgovanja v obdobju okoli objave dejanskih dobičkov.

Barron (1995, str. 581) pravi, da lahko tudi v primeru, ko ni spremembe v nivoju razpršitve ocen, pride do povečanega trgovanja zaradi tega, ker analitiki spremenijo svoje relativne pozicije oziroma prepričanja v napovedih dobičkov iz enega obdobja napovedovanja do drugega. Z uporabo napovedi dobičkov iz podatkovne baze I/B/E/S v obdobju od 1984 do 1990 je ugotovil, da je spreminjanje mnenj pri analitiki pozitivno povezano z mesečnim obsegom trgovanja tudi ob upoštevanju ostalih spremenljivk, ki pozitivno vplivajo na obseg trgovanja, kot je na primer absolutna sprememba v ceni delnice.

Diether, Malloy in Scherbina (2002, str. 2139) ugotavljajo, da so za delnice z visoko (nizko) razpršitvijo²⁰ napovedi dobičkov posledično značilni negativni (pozitivni) donosi v sledečih mesecih. Pravijo, da je učinek razpršitve napovedi dobičkov močnejši za delnice podjetij z nizko tržno kapitalizacijo, čeprav so razlike v donosih opazne tudi pri delnicah podjetij z višjo tržno kapitalizacijo. Johnson (2004) pa je mnenja, da so ugotovitve Dietherja in sodelavcev skladne s standardnim modelom vrednotenja sredstev, kjer je razpršitev napovedi približek za negotovost glede prihajajočih signalov vrednosti sredstva (v tem primeru dobičkov). Trdi, da bi ta učinek moral biti najbolj očiteno v visoko zadolženih podjetjih (Johnson, 2004, str. 1957).

Popravki napovedi dobičkov lahko pripeljejo analitikove prejšnje napovedi bližje trenutnemu konsenzu ali pa se od konsenza napovedi dobičkov oddaljujejo. Gleason in Lee (2003, str. 194) pokažeta, da so popravki napovedi bolj informativni in pripeljejo do večjih odzivov cen delnic v primeru, ko se oddaljujejo od konsenza.

Clement in Tse (2005) sta prišla do zaključka, da je eden izmed razlogov, zakaj povzročijo napovedi, ki so bolj oddaljene od konsenza večji cenovni odziv ta, da so bolj točne. To je skladno s predpostavko, da takšne napovedi odsevajo več analitikovih privatnih informacij o podjetju²¹. Manjši popravki napovedi so visoko korelirani z napako v napovedi (po popravku). Analitiki, ki »čredijo«, sicer prav tako popravijo svoje napovedi v smeri njihovih privatnih informacij, vendar pa je manj verjetno, da bodo dobljeno informacijo v celoti vključili v svojo napoved (Clement & Tse, 2005, str. 307).

2.5.2 Raziskave s področja točnosti napovedi dobičkov analitikov

S področja napovedi prihodnjih dobičkov podjetij je v literaturi pogosto obravnavana prav pristranskost napovedi dobičkov finančnih analitikov (Dossou, Lardic & Michalon, 2008; Eames, Glover & Kennedy, 2005; Hong, 2004; Dreman & Berry, 1996; O'Brien, 1988; Olsen, 1996; Sougiannis & Yaekura, 2000). Četudi je ta pristranskost v napovedih namerna ali ne, je predmet diskusij med zagovorniki hipoteze o učinkovitosti trga in vedenjskimi raziskovalci.

Napoved dobičkov je v osnovi nepristranska, če odseva najbolj objektivno oceno analitika ob upoštevanju vseh dosegljivih informacij. V okolju, kjer neprestano pritekajo nove informacije, ki so relevantne pri napovedovanju prihodnjega poslovanja podjetij, je torej

²⁰ Razpršitev so avtorji merili s standardnim odklonom posameznih napovedi dobičkov od konsenza napovedi dobičkov (Diether et al. 2002, str. 2120).

²¹ Avtorji definirajo bolj oddaljeno napoved kot tisto, ki je višja oziroma nižja tako od prejšnje napovedi dobičkov analitika (napovedi pred popravkom) kot od konsenza napovedi dobičkov (konsenz tik pred objavo napovedi analitika). Vse ostale napovedi avtorji dojemajo kot napovedi, ki sledijo čredi.

nepristranski analitik tisti, ki kombinira vse informacije, ki jih ima na razpolago in svoje napovedi neprestano osvežuje.

Raziskave o točnosti analitikovih napovedi dobičkov podjetij, se osredotočajo na dve glavni lastnosti (Ramnath et al, 2008, str. 19). *Prvič*, raziskovalce zanima ali napoved odseva nove informacije, ali pa analitiki enostavno sledijo črednemu nagonu in se približujejo h konsenzu; in *drugič*, zanimajo jih lastnosti analitika, vključno z njegovimi povezavami z oddelkom investicijskega bančništva ali vodstvom analiziranega podjetja, analitikove pretekle izkušnje in značilnosti borzno posredniške hiše, ki jo analitik predstavlja.

Sougiannis in Yaekura (2000, str. 4) menita, da analitikove ocene prihodnjih dobičkov vsebujejo več informacij o prihodnjem poslovanju, kot jih vsebujeta meri trenutnih dobičkov in trenutne knjigovodske vrednosti lastniškega kapitala. Do podobnih zaključkov pride tudi Chopra, ki obenem ugotavlja, da so se ocene analitikov s časom izboljšale (Chopra, 1998, str. 35).

Optimistično pristranske napovedi dobičkov podjetij so bile prvič opažene pred več kot tridesetimi leti (Barefield & Comiskey, 1975), potrjene pa so bile v množici nadaljnjih študij na to temo (Brown, 1998, str. 1). Brown (1997, str. 81) pokaže, da se s časom optimizem v napovedih dobičkov zmanjšuje in je manj izrazit pri napovedih dobičkov za večja podjetja oziroma podjetja, ki jih pokriva več analitikov. Do tega zaključka pridejo tudi Bagella in sodelavci (2004, str. 9). Ti ob tem še ugotavljajo, da so ocene dobičkov za evropska podjetja občutno bolj pristranske oziroma optimistične kot ocene dobičkov za ameriška podjetja za skoraj vsako leto preučevanega obdobja. Tudi razpršenost ocen dobičkov je na evropskem delniškem trgu višja kot na ameriškem trgu.

Elton in Gruber (1999) pokažeta, da se točnost napovedi povečuje s približevanjem dnevu objave dejanskih dobičkov proti koncu fiskalnega leta. Razlog za to je predvsem objava dodatnih relevantnih informacij skozi leto, ki pomembno vplivajo na poslovanje določenega podjetja in njegove dobičke. Visoka stopnja povezanosti med napako v napovedi in časom (v nekaterih primerih celo nad 99 odstotkov) kaže, da je padec v višini napake v napovedi približno enak od meseca do meseca skozi vse leto. Razpršenost napovedi ni enakomerna skozi leto, saj se analitiki v mnenjih najbolj razhajajo v prvih štirih mesecih leta (Elton & Gruber, 1999, str. 43).

Myring in Wrege (2009) ugotavljata, da se je točnost napovedi dobičkov s strani analitikov v obdobju od 1984 do 2006 povečala, saj se je povprečna absolutna napaka v napovedih dobičkov v omenjenem obdobju znižala. Povprečna napaka v napovedih je opazneje narasla le v poznih devetdesetih letih prejšnjega stoletja in v začetku leta 2000. Za to obstajata dva zelo verjetna razloga: t.i. »tehnološki balon« in začetek obdobja recesije. Poleg tega pa je to obdobje začetka veljave Uredbe o poštenih razkritjih, ki je omejila obseg privatnih informacij s strani managementa podjetij analitikom. Z leti so postale objave hitrejšje in bolj

pogoste. Posamezen analitik izdeluje ocene dobičkov za manj podjetij letno, odlikuje pa ga tudi višja stopnja panožne specializacije. Rezultati študije kažejo, da spremembe v specifičnih lastnostih analitikov vplivajo na povečanje njihove sposobnosti pri izdelavi bolj točnih napovedi dobičkov (Myring & Wrege, 2009, str. 87).

Raziskave izdelane po letu 2000 ne nudijo velike podpore optimizmu v napovedih dobičkov analitikov, vsaj ne pred objavo dejanskih dobičkov. Brown je tako opazil, da se je mediana presenečenj v objavljenih dobičkih znižala s časom od rahlo negativne do ničelne oziroma rahlo pozitivne (Brown, 2001a, str. 221). Podobno Richardson, Hong in Wysocki (2004) raziskujejo očitno opuščanje optimizma v napovedih dobičkov in tendenco k izdajanju napovedi dobičkov, ki se jih da preseči. Richardson in sodelavci so tudi dokazali, da so pesimistične ocene dobičkov tik pred objavo dobičkov bolj pogoste v podjetjih, ki imajo večje spodbude, da se izognejo razočaranjem v dobičkih; to so podjetja z visoko tržno kapitalizacijo, visokimi mnogokratniki P/E ter podjetja, ki se odločajo za novo izdajo kapitala (Richardson et al., 2004, str. 4).

3 DEJAVNIKI, KI VPLIVAJO NA TOČNOST NAPOVEDI DOBIČKOV

Dossou in sodelavci delijo dejavnike pristranskosti ocen dobičkov na zavestne dejavnike (angl. *conscious actions*) in procesne pristranskosti (angl. *processing biases*). Med prve spada relacija med analitikom in managementom podjetja, slednji je pomemben informacijski vir analitika ter relacija med vodstvom podjetja, ki mu analitik sledi in vodstvom analitikovega delodajalca (borzno-posredniška hiša ali investicijska banka). Na analitike tako vplivajo tudi skrbi investicijskih bankirjev, da bi razkrili resnične podatke oziroma poglede na podjetje v svojih poročilih, torej tudi v primerih, ko pred podjetjem ni ravno svetle prihodnosti. Procesne pristranskosti se nanašajo na napake v napovedih, ki so povezane z nepričakovanimi makroekonomskimi informacijami, ki potencialno vplivajo na podjetja. Če analitik teh faktorjev ne upošteva v zadostni meri, potem je možno, da preceni oziroma podceni dobičke (Dossou et al., 2008, str. 1).

Berhardt in Kutsoati (2001) opozarjata, da je pri iskanju dejavnikov, ki vplivajo na pristranskost ocen potrebno upoštevati:

- **Korelacijo med informacijami**, ki jih analitiki pridobijo, saj ta privede do problema, ki se kaže v tem, da se lahko napačno sklepa o razlogih za pristranskost ocen. Kar se namreč kaže kot pristransko »čredenje« napovedi dobičkov h konsenzu, so lahko samo nepristranske napovedi analitikov, ki delajo običajne napake zaradi pomanjkljivih informacij, ki so dostopne v nekem trenutku. Napake v napovedih dobičkov, ki nastajajo zaradi korelacije med signali, so pomembno vprašanje, saj se analitiki precej zanašajo na en vir informacij, ta je običajno finančni direktor podjetja. Če ta predloži analitikom

napačne oziroma zavajajoče informacije, potem bodo vse napovedi vsebovale dano napačno informacijo in bodo vse ali prenizke ali previsoke.

- **Šoke, ki se jih ne da napovedati in vplivajo na poslovanja podjetij.** Če dejanski dobički presegajo napovedi to ne pomeni nujno, da so ocene dobičkov pristranske navzdol. Drugačno pojasnilo je mogoče, in sicer, da se podjetje odreže bolje od pričakovanj vseh analitikov. Visok dvig cene delnice je tako konsistenten z nepričakovano dobrim poslovanjem podjetja.
- **Pojavljanje informacij v času.** Zadnji analitiki, ki podajo ocene, imajo običajno boljše informacije kot tisti, ki so svoje napovedi izdali že prej. Napovedi so lahko precej razpršene, če so narejene v različnih časovnih obdobjih. Informacije prihajajo tudi po tem, ko so bile nekatere ocene že narejene, le-teh pa analitiki ne posodobijo z novimi informacijami.
- **Različno merjenje dobičkov.** Mere dobičkov, ki jih napovedujejo analitiki se lahko razlikujejo od mer, ki jih izračunavajo ekonometriki. Analitiki na primer običajno ne napovedujejo izrednih postavk, ki se pojavljajo v objavljenih dobičkih.
- **Sistematični optimizem oziroma pesimizem.** Analitiki so lahko sistematično optimistični²² oziroma pesimistični, tako da lahko napovedi presegajo konsenz ali pa so pod njim.

V nadaljevanju magistrskega dela so dejavniki, ki vplivajo na točnost napovedi dobičkov, razdeljeni na lastnosti finančnega analitika, zunanje okolje in značilnosti podjetja, ki ga analitik pokriva.

3.1 Vpliv lastnosti finančnega analitika na točnost napovedi dobičkov

Najbolj enostavna pot za iskanje dobrih analitikov je pregled lestvic najboljših analitikov, ki jih objavljajo nekatere revije, kot je na primer *Institutional Investor*²³. Ta letno objavi panožni seznam najvišje rangiranih analitikov, ki veljajo za najboljše v svojem poklicu. Stickel je pokazal, da višje rangirani analitiki izdelujejo bolj točne napovedi dobičkov (Stickel, 1992, str. 1811). Ta trditev ne drži vedno, glede na to, da se nekateri kriteriji rangiranja analitikov ne nanašajo na točnost napovedi. Druga, malce zahtevnejša pot za iskanje bolj točnih napovedi dobičkov oziroma dobrih analitikov, pa je preučevanje lastnosti, ki označujejo posameznega finančnega analitika oziroma izdelane napovedi dobičkov.

²² Sistematični optimizem se lahko pojavi tudi zaradi selektivnih objav napovedi dobičkov, saj pesimistični analitiki običajno niso pripravljeni javno objaviti svojih ocen dobičkov zaradi različnih razlogov.

²³ Revija *Institutional Investor* je mesečnik in je najpomembnejša publikacija s področja financ založbe *Euromoney Institutional Investor*. V reviji so letno objavljene raznovrstne raziskave, med njimi tudi izbor najboljših analitikov za potrebe prodaj finančnih instrumentov, t.i. *Institutional Investor's All-America Research Team*.

3.1.1 Lastnosti finančnega analitika in izdelane napovedi dobičkov

Več avtorjev je preučevalo, ali je točnost napovedi dobičkov pogojena oziroma odvisna od analitikove **točnosti pri izdelavi napovedi dobičkov v preteklosti**. Sinha, Brown in Somnath (1997, str. 37) in Brown (2001b, str. 44) pokažejo, da je pretekla točnost objavljenih napovedi dobičkov pozitivno povezana z njihovo nadaljnjo točnostjo. Podobno trdita Clarke in Subramanian (2005, str. 81), in sicer, naj bi bila pretekla uspešnost napovedovanja povezana s stopnjo odstopanja od konsenza v napovedih dobičkov v prihodnosti. Analitiki, za katere je bilo značilno ali relativno dobro ali relativno slabo napovedovanje v preteklosti, bodo veliko verjetneje izdali napoved dobičkov, ki se bo na enak način oddaljevala od konsenza kot analitiki, katerih pretekle napovedi so bile blizu konsenza.

Fortin in Michelson (2006) pokažeta, da so analitiki z **nazivom *Chartered Financial Analyst*** (v nadaljevanju CFA) pri izdelavi letnih (četrletnih) napovedi v povprečju 3,78 % (2,70 %) bolj točni kot ostali analitiki (Fortin & Michelson, 2006, str. 23). CFA je mednarodno strokovno imenovanje, ki ga podeljuje *American CFA Institute* finančnim analitikom, ki so uspešno zaključili serijo treh nivojev preizkusov. Za pridobitev naziva CFA se usposablajo finančni in investicijski strokovnjaki, še posebej na področju investicijskega odločanja in finančnih analiz finančnih instrumentov. V program je poleg specifičnega znanja s področja finančne analize vključeno tudi splošno znanje iz drugih področij financ.

Pomemben dejavnik točnosti napovedi je tudi **analitikov delodajalec**. Lim (2001, str. 370) pravi, da imajo tisti analitiki, ki so zaposleni pri večjih borzno posredniških hišah, boljši dostop do vodstev podjetij in tako boljši dostop do informacij. Večje borzno posredniške hiše nudijo svojim analitikom običajno tudi boljše pogoje za delo v obliki boljših orodij za pridobivanje informacij, boljših informacijskih virov ter kvalitetnejše administrativne podpore. Večje borzno posredniške hiše si sicer tudi lažje privoščijo boljše analitike kot manjše hiše, velja pa tudi, da boljši analitiki raje delajo za večje, bolj priznane posredniške hiše.

Povezavo med **pogostostjo objavljanja napovedi dobičkov v preteklosti** in prihodnjo točnostjo napovedi potrjuje Stickel (1992, str. 1812), ki je mnenja, da je pogostost objav napovedi uporaben napovedovalec prihodnje točnosti napovedi. Tudi raziskava avtorjev Myring in Wrege (2009, str. 94) pokaže negativno povezavo med napako v napovedi in pogostostjo objav napovedi dobičkov analitika. Več napovedi dobičkov kot analitik letno izda za določeno podjetje, bolj je njegova napoved točna.

Bolliger (2003a, str. 2299) opozarja na obstoj negativne povezave med točnostjo napovedi dobičkov in **številom podjetij oziroma panog, ki jih posamezen analitik sledi**. Analitik, ki lahko posveti več svojega časa preučevanju določenega podjetja, bo verjetno izdelal tudi bolj točno napoved prihodnjih dobičkov. Podobno lahko analitiki, ki so visoko specializirani za

določeno panogo, veliko pridobijo od podobnosti med različnimi podjetji v panogi, ki jih pokrivajo in tako izdelajo bolj točne napovedi dobičkov. Do podobnih zaključkov pride tudi Clement (1999, str. 285). Na drugi strani Mikhail, Walther in Willis (1997, str. 154) niso našli opaznejših izboljšav v točnosti napovedi analitikov, ki pokrivajo manj panog.

Tudi **starost izdelane napovedi dobičkov** pomembno vpliva na njeno točnost. Starost napovedi merimo s časom med datumom izdelave napovedi in povezano objavo realiziranih dobičkov. Ker s časom prihajajo v javnost nove informacije, je starost napovedi povezana z obsegom upoštevanih informacij v napovedi. Ramnath in sodelavci ugotavljajo, da so novejšje napovedi dobičkov bolj točne (Ramnath et al., 2008, str. 18), vpliv starosti napovedi na njeno točnost pa potrdi tudi Sinha s sodelavci (1997, str. 37).

Myring in Wrege (2009) sta analizirala pet karakteristik analitika oziroma napovedi:

- starost izdelane napovedi (povprečno število dni med objavo napovedi analitika in objavo dejanskih dobičkov s strani podjetja),
- pogostost izdelave napovedi (število objavljenih napovedi s strani določenega analitika za določeno podjetje na leto),
- izkušnje analitika (število let izdelovanja napovedi dobičkov za določeno podjetje),
- število podjetij, ki jim analitik sledi, in
- panožno specializacijo (odstotek podjetij, ki jim analitik sledi ter spadajo v isto panogo).

Avtorja ugotavljata, da so se lastnosti analitikov v opazovanem obdobju od 1984 do 2006 spremenile. Povprečna starost napovedi dobičkov se je znižala; v zgodnjih osemdesetih letih je znašala 130 dni, v zadnjih letih pa znaša v povprečju 110 dni. Opazen je tudi porast v pogostosti objav napovedi ter v izkušnjah analitikov. V začetku opazovanega obdobja je bilo povprečno število napovedi, ki jih je posamezen analitik izdal za določeno podjetje v obdobju enega leta 2,5, do konca opazovanega obdobja je ta številka narasla na skoraj 4 napovedi letno. Avtorja opažata občutno zmanjšanje števila podjetij, ki jim analitik sledi, povečala pa se je panožna specializacija. Najdeta tudi dokaze za obstoj korelacije med napako v napovedi in vsemi petimi preučevanimi lastnostmi analitika. Napaka v napovedi je tako pozitivno povezana s starostjo napovedi in s številom podjetij, ki jih analitik sledi, negativna korelacija pa je prisotna pri pogostosti izdelave napovedi, panožni specializaciji in izkušnjah analitika. Univariatna regresija²⁴ pokaže relativno visoko pojasnjevalno moč, med 0,21 za regresijo s starostjo napovedi ter 0,365 za regresijo s panožno specializacijo. Spremembe v pogostosti objav napovedi, število podjetij, ki jim analitik sledi in panožna specializacija kažejo najmočnejšo povezavo s točnostjo napovedi, večje izkušnje analitikov pa igrajo manj pomembno vlogo (Myring & Wrege, 2009, str. 94).

²⁴ Univariatna regresija vključuje kot odvisno spremenljivko letno povprečno napako v napovedi dobičkov, kot neodvisne spremenljivke pa avtor v regresijo posamično vključuje povprečja petih spremenljivk: starost napovedi, pogostost objave napovedi, izkušnje analitika, število podjetij, ki jim analitik sledi in panožno specializacijo. Multivariatna regresija zaradi visoke korelacije med posameznimi dejavniki, ni bila mogoča.

Borzno posredniške hiše pri izdelavi napovedi dobičkov uporabljajo tako individualne analitike kot skupine analitikov. Individualni analitiki se večkrat posvetujejo z ostalimi analitiki, saj ima vsak analitik svoje mnenje glede poslovanja podjetja v prihodnosti. Ob tem se postavlja vprašanje, kateri od njih so učinkovitejši in kateri izdelujejo bolj točne napovedi prihodnjih dobičkov. Običajno delo v skupini pomeni ustvarjanje dodane vrednosti, udeleženci si namreč izmenjujejo mnenja, informacije ter se med sabo dopolnjujejo. Kljub temu Brown in Hugon (2008) prideta do zaključka, da so v splošnem skupine manj točne pri napovedih kot posamezniki. Skupine namreč usmerjajo svoje napore na alternativne dimenzije napovedovanja dobičkov, kot je na primer hitrost objave napovedi, kjer prekašajo individualne analitike. Ker pa v skupini običajno prevladajo mnenja vplivnejših analitikov oziroma mnenja, ki pripomorejo k doseganju soglasja, ne pomenijo pa nujno večje točnosti zaključkov, lahko delovanje v skupinah pri napovedovanju prihodnosti vodi do še večje pristranskosti ocen. Rezultat delovanja skupin pri napovedovanju dobičkov so tako hitrejša, a manj točne napovedi dobičkov. Skupine naj bi objavljale napovedi manj pogosto, pokrivala naj bi manj panog, delale naj bi za večje borzno posredniške hiše, imele pa naj bi tudi manj izkušenj glede specializiranosti za posamezno panogo (Brown & Hugon, 2008, str. 3).

3.1.2 Vpliv izkušenj analitikov

Ali lahko rečemo, da so ocene bolj izkušenih analitikov zanesljivejše? Ali bolj izkušeni analitiki uporabljajo starejše tehnike? Imajo boljše odnose s podjetji, ki jih analizirajo, in ali to pomeni, da imajo boljši dostop do informacij ali pa prav zato prihaja do konflikta interesov? Po nekaterih virih naj bi bili strokovnjaki še bolj optimistični in samozavestni pri napovedovanju prihodnosti kot laiki (Montier, 2005, str. 12). Strokovnjaki sicer vedo več kot laiki, vendar jim to dodatno znanje še poveča samozavest. Povezava med izkušnjami analitikov in točnostjo napovedi dobičkov je predmet nasprotujočih si mnenj.

Obstajajo vsaj tri možna pojasnila zakaj obstaja povezava med omenjenima dejavnikoma:

- Aktivno učenje (angl. *learning by doing*) kaže na pozitivno povezavo med izkušnjami in uspešnostjo pri opravljanju nalog. Veščine analitika bi se morale s ponavljanjem delovnih nalog ter z analiziranjem povratnih informacij izboljšati. Analitik z večjimi pridobljenimi izkušnjami naj bi bil sposoben opredeliti bolj specifične dejavnike, ki vplivajo na dobičke podjetij, bolje identificirati pomembne vire informacij, obenem pa naj bi pri napovedovanju uporabljal pretekle napake pri napovedovanju z namenom izboljšave novih napovedi (Bolliger, 2003a, str. 2287). Ta argument je konsistenten s teorijo racionalnih pričakovanj, ki pravi, da racionalni agenti v svoje napovedi vključujejo vse relevantne informacije, ki so razpoložljive v času izdelave napovedi, vključno s preteklimi napakami pri napovedovanju.
- Analitiki z več izkušnjami imajo boljši dostop do vodstva podjetij, za katere izdelujejo napovedi prihodnjih dobičkov (Kim & Song, 2009, str. 4). Bolj izkušeni analitiki imajo

namreč običajno z napovedmi dobičkov večji vpliv na ceno delnice določenega podjetja, cena delnice pa je ena pomembnejših skrbi vodstva podjetja.

- Analitikova točnost pri napovedovanju pa se lahko tudi znižuje s povečevanjem izkušenj. Napredovanje na delovnem mestu analitika je v nekaterih primerih, vsaj na ameriškem trgu, povezano z rangiranjem analitikov na lestvicah najboljših analitikov. Ker točnost napovedi ni edini kriterij na podlagi katerega so analitiki rangirani, pogosto je namreč upoštevana tudi vsestranska učinkovitost analitika in dejavniki, kot so sposobnost analitika, da skrbi za odnose z javnostjo ter njegove veščine pisanja, lahko med izkušnjami analitika in točnostjo napovedi obstaja tudi negativna povezava (Bolliger, 2003a, str. 2288).

Analitik lahko pridobi tudi izkušnje, ki so povezane s posebnostmi borzno posredniške hiše, vključno s podporo, mentorstvom ter boljšim znanjem o tem, kje se da dobiti zanesljive vire o določeni panogi (Jacob & Neale, 1997, str. 7). Kljub temu Jacob in Neale menita, da same izkušnje ne vplivajo v veliki meri na sposobnost napovedovanja analitika. Razlike med analitiki so namreč bolj situacijske narave, povezane z zahtevami in okoljem, ki ga ustvarja borzno posredniška hiša (Jacob & Neale, 1997, str. 34).

Fortin, Gilkeson in Michelson (2008, str. 53) so preučevali relacijo med izkušnjami analitikov in točnostjo letnih napovedi dobičkov z uporabo vzorca, ki temelji na podatkovni bazi I/B/E/S v obdobju od leta 1983 do 2002. To relacijo so testirali na podlagi treh²⁵ različnih mer točnosti napovedi dobičkov. Avtorji so naredili regresijo med temi merami in merami splošne izkušnosti in specifične izkušnosti²⁶ za 4 neodvisna petletna podobdobja in za celotno 20 letno obdobje. Avtorji so ugotovili, da je nivo splošnih izkušenj pozitivno povezan s točnostjo napovedi za večino podobdobji za dve od treh mer točnosti napovedi. Analitiki, ki so v tem poslu že dlje časa, so sposobni delati bolj zanesljive ocene kot tisti analitiki, ki se ukvarjajo z napovedmi dobičkov manj časa. Prišli so tudi do spoznanja, da, v nasprotju s preostalo literaturo, specifične izkušnje pri dveh od treh mer točnosti napovedi za večino podobdobji ne pripomorejo dodatno k točnosti napovedi.

Vpliv delovnih izkušenj na analitikove ocene prihodnjih dobičkov potrjujejo tudi Mikhail in sodelavci (1997), Clement (1999), Jacob, Lys in Neale (1999) in drugi. Mikhail in sodelavci (1997, str. 154) na podlagi podatkov o napovedih dobičkov iz informacijske baze *Zacks*

²⁵ Tri različne mere točnosti napovedi dobičkov so: absolutna napaka v napovedi (razlika med dejanskimi dobički in napovedanimi dobički posameznega analitika) razdeljena s: prvič, ceno delnice ob koncu obdobja, drugič, dejanskim dobičkom na delnico, tretjo mero točnosti dobičkov pa predstavlja razlika med absolutno napako v napovedi posameznega analitika in povprečno napako v napovedi vseh analitikov, ki sledijo določenemu podjetju, razdeljena s povprečno napako v napovedi vseh analitikov, ki sledijo določenemu podjetju.

²⁶ Splošne izkušnje so avtorji raziskave merili s številom let v katerih je analitik napovedoval prihodnje dobičke za katerokoli podjetje, specifične izkušnje pa s številom let v katerih je analitik napovedoval prihodnje dobičke za specifično podjetje.

Investment Research potrjuje tudi vpliv izkušenj, povezanih z določeno panogo na točnost napovedi dobičkov.

Clement preučuje povezavo med strateškimi povezavami analitikov, njihovo specializacijo in točnostjo napovedi dobičkov. Ugotovi, da analitiki, ki so povezani z večjimi borzno posredniškimi hišami in pokrivajo manj podjetij ter panog, delajo bolj točne napovedi. Iz tega sledi, da viri podatkov, ki so dosegljivi analitikom pri delodajalcu, in specializacija povečujeta točnost napovedi dobičkov (Clement, 1999, str. 285).

Abdolmohammadi in Wright (1987, str. 1) pravita, da izkušnje povečujejo delovne zmogljivosti za strukturirane naloge (kompleksne oziroma unikatne). Izkušnje so potemtakem pomembne za analitika pri napovedovanju dobičkov, saj njegovo delo predstavlja kompleksno oziroma zapleteno delovno nalogo.

Nekateri analitiki imajo po mnenju Jacoba in sodelavcev (1999, str. 51) naravno sposobnost za napovedovanje dobičkov za določena podjetja, posledično so zato njihove napovedi dobičkov bolj točne. Same izkušnje torej po njihovem mnenju ne igrajo pomembne vloge pri sposobnosti napovedovanja. Dlje kot analitik dela napovedi dobičkov za določeno podjetje oziroma dlje kot je sposoben ohranjati točnost svojih napovedi, bolj je to dokaz analitikove sposobnosti za napovedovanje dobičkov in ne njegovih izkušenj. Prepričani so, da je analitikova sposobnost tisti dejavnik, ki je odločilen pri pojasnjevanju superiornosti posameznega analitika.

3.1.2.1 Čredno obnašanje

Napovedi dobičkov so manj razpršene kot bi racionalno lahko pričakovali. Kolektivna težnja, da se ne oddaljuje preveč od konsenza je zapletena za razumevanje in ima najverjetneje korenine v človeški želji po prilagajanju in usklajevanju. Analitiki raje sledijo »čredi«, kot da bi s svojimi napovedmi izstopali, pa četudi te odsevajo več informacij od ostalih. Običajno svoje napovedi prilagajajo konsenzu zaradi bojazni izgube zaposlitve. Rezultat tega je, da so popravki ocen dobičkov v času serijsko korelirani.

Kot primer si lahko pogledamo položaj analitika, ki aktivno pokriva delnico računalniškega podjetja X (Zacks, 2003, str. 76). Potem, ko je bilo objavljeno, da se v podjetju povečujejo izdatki za informacijsko tehnologijo, je analitik porabil cel teden, da je preučil, kaj ta nova informacija pomeni za potencialno povpraševanje po izdelkih podjetja X. Podkovan s tem novim podatkom, ekonometričnimi modeli, nekaj pogovori z managementom različnih računalniških distributerjev, spremljanjem obiskov spletne strani podjetja, prebranimi članki v medijih v povezavi z novim izdelkom podjetja in intuicijo, je analitik prišel do zaključka, da je zelo verjetno, da bo podjetje imelo odlično naslednje četrtletje zaradi povečanja prodaje omenjenega izdelka. Trideset drugih analitikov, ki prav tako pokrivajo podjetje X pričakuje,

da bo podjetje zaslužilo med 0,16 in 0,20 ameriških dolarjev na delnico v naslednjem četrtletju. Glede na svojo raziskavo analitik pričakuje dobiček v višini 0,23 ameriških dolarjev na delnico. Ni mu povsem jasno, zakaj je njegova ocena dobičkov tako visoka v primerjavi z ocenami ostalih analitikov. Ker se boji, da se je pri svoji napovedi zmotil, je njegova končna ocena dobičkov na delnico v razponu med 0,16 in 0,20 ameriških dolarjev na delnico. Zanj bi bil najslabši scenarij, da bi bil edini, ki bi se zmotil v svoji oceni, saj bi njegovo napako, če jo še nekajkrat ponovi, poznali praktično vsi. Visoko spoštovan analitik mora paziti, kakšne ocene dobičkov objavlja. Če se prevečkrat zmoti, ga lahko to stane službe. Analitiki ne morejo z gotovostjo napovedati, koliko bo podjetje zaslužilo v naslednjem četrtletju. Zato je zanje bolj smiselno, da »igrajo varno igro« in se »družijo s čredo«, kot pa da bi dvigovali prah z napovedmi, ki izstopajo iz povprečja.

Čeprav veliko raziskovalcev ugotavlja, da analitike vodi čredni nagon, nekatere raziskave kljub temu negirajo te zaključke. Bernhardt in Kutsoati (2001) sta prišla do zanimivih ugotovitev. Testirala sta pogostost pristranskih ocen dobičkov, ki jih delajo analitiki. Zaznavanje pristranskosti je sicer težavno, ker se analitiki naslanjajo na podobne vire informacij oziroma jih lahko presenetijo podobni dogodki. Njun test vključuje tudi povezane signale med analitiki, nenapovedane šoke na dobičke podjetja in prihod novih informacij. Ugotovila sta, da nekateri analitiki ne »sledijo čredi«, ampak težijo bolj k temu, da se njihove napovedi oddaljijo konsenza, ter dajejo večji poudarek privatnim informacijam. V 60 % preučevanih primerov tako napoved zadnjega analitika občutno preseže dejanski dobiček na delnico v smeri stran od konsenza (Bernhardt & Kutsoati, 2001, str. 15). Našla sta tudi dokaze, da so ocene, ki se gibljejo proti konsenzu, pristranske. Bernhardt, Campello in Kutsoati (2004, str. 31) so v kasnejši študiji ponovno obravnavali temo čredenja analitikov. Ta študija je upoštevala še dodatno možnost, da se napovedani dobički s strani analitika razlikujejo od ekonometričnih napovedi ter sistematični optimizem oziroma pesimizem finančnih analitikov. Tudi pri tej študiji so avtorji prišli do podobnega zaključka, da so napovedi dobičkov pristranske, ker je njihov namen potisniti konsenz napovedi v smeri njihovih privatnih informacij, ne pa zato, ker jih vodi čredni nagon.

Trueman pravi, da če investitorji sklepajo o sposobnostih analitika iz njegovih napovedi dobičkov, bodo manj sposobni analitiki zaradi ugleda pri investitorjih posnemali napovedi bolj uveljavljenih in sposobnih analitikov, njihove ocene pa se bodo gostile okoli konsenza (Trueman, 1994, str. 115). Po Truemanovem mnenju bolj kvalitetni analitiki veliko pogosteje odstopajo od konsenza napovedi kot ostali analitiki (Trueman, 1994, str. 98). Tudi Stickel dokaže, da so analitiki, ki so uvrščeni v *Institutional Investor's All American Research Team* manj predvidljivi in je manj verjetno, da se zanašajo na konsenz ocen napovedi (Stickel, 1990, str. 416), Lamont pa je mnenja, da je jakost odstopanj napovedi dobičkov od skupinskega konsenza pozitivno povezana s starostjo analitika napovedovalca (Lamont, 2002, str. 279). Model čredenja na osnovi ugleda vodilnih analitikov (angl. *reputational herding model*) so sicer preučevali tudi Graham (1999) ter Scharfstein in Stein (1990).

Če so napovedi, ki se oddaljujejo od konsenza, bolj cenjene med investitorji, zakaj se nekateri analitiki odločijo, da se bodo pridružili »čredi«? Napovedi, ki so oddaljene od konsenza so povezane z analitikovo samozavestjo. Tisti, ki imajo zaupanje v svojo sposobnost napovedovanja, bodo veliko verjetneje izdali napoved, ki odstopa od konsenza, tisti, ki pa zaupanja vase nimajo, bodo zelo verjetno sledili čredi (Ramnath et al, 2008, str. 21). Hong, Kubik in Solomon (2000, str. 121) ugotavljajo, da je čredenje bolj značilno za analitike z manj izkušnjami, kar je povezano s skrbjo za kariero. Možno je tudi, da večja negotovost glede prihodnosti podjetja vodi do pogostejšega čredenja med analitiki.

3.1.2.2 Ugled analitika

Do postopnih popravkov ocen dobičkov prihaja običajno zaradi dveh razlogov, prvi je, v prejšnjem poglavju opisano, čredno obnašanje analitikov, drugi pa je njihova težnja k izoblikovanju ugleda.

Predvidimo lahko, kaj bodo analitiki storili v prihodnosti, in sicer tako, da pogledamo, kakšno je bilo njihovo ravnanje v preteklosti. Obstaja namreč velika verjetnost, da bodo napovedi dobičkov, ki so dobile popravke v prejšnjem obdobju, popravljene tudi v naslednjem obdobju. Analitiki veliko verjetneje delajo popravke ocen dobičkov v isti smeri, kot so to storili mesec prej. Zacks (2003) je v svoji raziskavi na podlagi podatkov o napovedih dobičkov iz obdobja od 1987 do 2002 ugotovil, da je bila skozi celotno obdobje večja verjetnost, da bo posamezen analitik popravil svojo oceno navzdol kot navzgor. Analitiki so bili namreč že zgodovinsko preveč optimistični v začetnih projekcijah dobičkov. Ko so pri Zacksu pregledali vse popravke ocen prihodnjih dobičkov, ki so jih izdali analitiki na mesečni bazi v obdobju od leta 1987 do 2002, so ugotovili, da so med najpomembnejšimi delnicami, ki jih sledijo, analitiki v povprečju znižali ocene dobičkov za 28 % delnic, povišali pa za 18 % delnic²⁷ (Zacks, 2003, str. 74).

Pri popravkih ocen prihodnjih dobičkov analitikov je pomemben zakasneli učinek (angl. *lagged effect*), ki se kaže tako, da se analitiki nagibajo k manjšemu zvišanju (znižanju) svojih ocen rasti dobičkov takoj po objavi boljših (slabših) dobičkov od pričakovanih, tem popravkom navzgor (navzdol) v ocenah dobičkov pa sledi še več manjših popravkov v enaki smeri v prihodnjih obdobjih (Damodaran, 2008, str. 21). Analitiki namreč niso prepričani, da so njihove privatne informacije konsistentne z dostopnimi javnimi signali (Ramnath et al., 2008, str. 22).

Poleg tega, da v analitikih vlada strah pred izgubo službe, bi si radi tudi pridobili ugled pri velikih institucionalnih upravljavcih premoženja. Doslednost se pri analitikih pogosto enači s spoštovanjem in ugledom. Podobno je pri zdravnikih; malo pacientov bi spoštovalo zdravnika, ki konstantno spreminja svoje diagnoze. Tudi če bi v vsakem stadiju

²⁷ 54 % delnic ni prejelo popravkov ocen.

diagnosticiranja bile zdravniku razkrite dodatne informacije, ki bi prispevale k diagnozi, si zdravnik s takšnim ravnanjem ustvari vtis nesposobnega zdravnika (Zacks, 2003, str. 78).

Stickel meni, da obstaja povezava med ugledom analitika in točnostjo napovedi dobičkov, pokaže pa tudi na pomembnost točnosti napovedi kot spremenljivke, ki vpliva na kariero analitika (Stickel, 1992, str. 1811). Analitiki so, z namenom, da si zadržijo ugled pri upravljavcih premoženja, pogosto precej konzervativni v svojih izjavah in neradi rečejo, da nimajo prav. Posledica tega je, da analitik zelo nerad popravi svojo napoved dobičkov, ko je ta že narejena. Popravke svojih ocen delajo postopno in s preudarkom.

3.1.3 Vpliv kognitivnih in vedenjskih dejavnikov

Kognitivni oziroma vedenjski dejavniki so pogosto omenjeni kot razlog, zakaj analitiki tako množično izdajajo pristranske napovedi dobičkov podjetij.

Zagovorniki kognitivnih spremenljivk pravijo, da ljudje dajejo prevelik poudarek enim spremenljivkam, zanemarjajo pa druge. Dve tipični kognitivni spremenljivki, ki povzročata pristranske ocene, sta dajanje pretiranega poudarka novim informacijam in oblikovanje notranjega pogleda²⁸ (Bagella et al., 2004, str. 4).

Eames in sodelavci so mnenja, da pretekla priporočila nudijo analitiku nek okvir, ki bi lahko bil vzrok za pristranske napovedi dobičkov. Zaradi izhajanja iz okvira si postavijo parametre, ki določajo, kateri aspekti situacije se smatrajo kot pomembni in kateri ne. Okviri so sicer uporabljeni za poenostavitev kompleksnih odločitvenih procesov, s tem, ko se dovoli tistemu, ki se odloča, da se osredotoči na ene stvari in zanemari druge. Na stvari torej gleda iz omejene perspektive. Izhajanje iz okvirja je analitiku lahko v pomoč zaradi kompleksnosti vhodnih informacij, ki jih pridobiva, zaradi omejenosti s časom pri pisanju poročila in zaradi velike nepredvidljivosti informacij o prihodnosti. Avtorji raziskave so poskušali dokazati, da na napovedi dobičkov analitikov vplivajo obstoječa priporočila za določeno delnico. Iz skupka informacij analitiki tako izluščijo tiste, ki so jim bolj poznane. Prišli so do ugotovitve, da so napovedi dobičkov optimistične, ko imajo pozitivni »okvir« (pretekla priporočila na delnico so povečini »kupi«) in pesimistične napovedi dobičkov, ko imajo negativni »okvir« (pretekla priporočila so povečini »prodaj«). Zaključili so, da so okviri sicer uporabni pri reševanju bolj kompleksnih nalog, vendar pa pri napovedih dobičkov analitikov lahko privedejo do pristranskosti (Eames et al., 2005, str. 16).

²⁸ Notranji pogled je pogled na problem na podlagi planov in scenarijev. V primeru napovedovanja dobičkov je osnova notranjega pogleda znanje o specifičnem podjetju, podrobnosti glede prihodnjih planov podjetja, ideje o možnih zapletih. V nasprotju z zunanjim pogledom, ki gleda na problem bolj oddaljeno oziroma konzervativno, je bolj subjektiven. Zunanji pogled ne predpostavlja izjemnih, malo verjetnih situacij, vendar dobro deluje v običajnih situacijah in varuje pred nerealnimi scenariji (Kahneman & Lovallo, 1993, str. 26).

Nekateri posamezniki so nagnjeni k temu, da dajejo preveliko stopnjo zaupanja svojim lastnim prepričanjem in mnenjem. V financah je tak primer prepričanost posameznih vlagateljev, da vedo, v katero smer se gibljejo trgi na osnovi premalo poznanih informacij. Vrednost sredstev naj bi se v času gibala po nekem trendu oziroma smeri, vendar pa se dnevno vrednost sredstev lahko giblje povsem nepredvidljivo stran od trenda. Preoptimistični investitorji lahko jemljejo te nepredvidljive kratkoročne premike v vrednosti sredstev kot potrditev njihovih prepričanj in kot znak prihodnjih trendov, ne pa kot znak naključnih gibanj. Tak vzorec obnašanja je sicer običajen, saj so ljudje po svoji naravi nagnjeni k iskanju vzorcev. Vendar pa to pogosto vodi individualne investitorje k pretiranemu trgovanju na podlagi naključnih gibanj vrednosti sredstev na trgu, ki običajno niso osnovana na trdnih temeljih, ki določajo vrednosti teh sredstev. Posamezniki bi morali prepoznati svoje pristranske odločitve in vzroke zanje, kar bi verjetno pripeljalo k boljšim investicijskim odločitvam (Davies, 2008, str. 10).

Že uveljavljena zakonodaja, ki poskuša omejiti pristranskosti pri napovedih dobičkov, tako nekaterih pristranskosti ne more preprečiti, saj izhajajo iz nezavednega kognitivnega vedenja. Navkljub prizadevanjem regulatorjev in nadzornikov ter nekaterih borzno posredniških hiš, ki poskušajo vplivati na zmanjšanje pristranskosti napovedi dobičkov analitikov v odločitvenem procesu analitika, lahko torej še vedno obstajajo nekateri dejavniki, ki vodijo k najverjetneje nenamernim pristranskim ocenam dobičkov.

3.1.4 Vpliv vodilnih analitikov

Analitik ima lahko konkurenčno prednost pri analiziranju določene delnice. Ta prednost je osnovana na prirojeni sposobnosti napovedovanja, človeškem kapitalu, značilnem za neko specifično panogo ali zaradi posebnega odnosa, ki nastane med določenim podjetjem in investicijsko banko v povezavi z izdajo finančnih instrumentov podjetja. Skozi čas ti dejavniki pomagajo dominantnim oziroma vodilnim analitikom, da postanejo prepoznavni kot boljši od ostalih analitikov pri napovedovanju dobičkov. Cooper in sodelavci (1999, str. 3) definirajo vodilne analitike na podlagi treh dejavnikov. Prvi dejavnik je, ali delajo napovedi dobičkov podjetij hitreje od ostalih analitikov²⁹, drugi dejavnik je obseg trgovanja, ki je povezan s popravkom napovedi dobičkov³⁰, zadnji in najpomembnejši dejavnik pa je točnost izdelane napovedi³¹.

²⁹ Vodilni analitiki so tako običajno tisti, ki hitreje objavijo svoje napovedi dobičkov. Ostali analitiki bodo napovedi objavili kasneje, uporabili pa bodo tudi informacije, ki jih vsebuje napoved vodilnih analitikov.

³⁰ Tako kot so razkritja informacij, ki so bolj informativna, povezana z večjim obsegom trgovanja kot ostala razkritja, ki ne vsebujejo bistvenih informacij, bi morali biti tudi popravki napovedi dobičkov vodilnih analitikov povezani z višjim obsegom trgovanja.

³¹ Vodilni analitiki so definirani na podlagi točnosti napovedi dobičkov podjetij, saj so običajno bolj točni v svojih napovedih kot ostali analitiki, ki nimajo tako dobrih informacij.

Merjenje analitikove uspešnosti napovedi, ki je osnovano na višjem obsegu trgovanja, se izogne potencialni pomanjkljivosti prve mere, časovnega okvira izdaje napovedi dobičkov. Čeprav naj bi vodilni analitiki izdelovali napovedi dobičkov hitreje kot ostali analitiki, je dejstvo, da je za kakovostno analizo na novo pridobljenih informacij in oceno njihovega vpliva na prihodnje dobičke potrebno veliko časa. Posledica tega je, da vodilni analitiki niso vedno med prvimi, ki izdajo napovedi dobičkov na delnico, saj jim je pomembna tudi kakovost izdelane napovedi. Tudi mera obsega trgovanja ima nekatere pomanjkljivosti, saj lahko višji obseg trgovanja pripišemo tudi napovedi dobičkov katerega drugega analitika ali pomembni objavi informacij s strani vodstva podjetja (Cooper et al., 1999, str. 5). Kljub temu avtorji ugotovijo, da vsi trije različni pristopi k identificiranju vodilnih analitikov vodijo do iste skupine analitikov, kar pomeni, da so tisti analitiki, ki najhitreje izdajo svojo napoved dobičkov, povezani tudi z večjim obsegom trgovanja ob objavi svoje napovedi in z večjo točnostjo napovedi.

Vodilni analitiki, tako tisti specializirani za posamezna podjetja, kot tisti specializirani za posamezne panoge, delajo popravke napovedi dobičkov pogosteje kot ostali analitiki. Cooper in sodelavci (1999) pokažejo, da vodilni analitiki, specializirani za posamezno podjetje, delajo napovedi v povprečju sedemkrat letno, ostali analitiki pa štirikrat letno; podobno vodilni panožni analitiki naredijo v povprečju 60 napovedi letno, ostali analitiki pa samo 30 (Cooper et al., 1999, str. 27).

Kljub temu pa bi lahko prišlo do situacije, ko so analitiki, ki sledijo vodilnim analitikom v svojih ocenah prihodnjih dobičkov bolj točni. Takšni analitiki običajno niso sposobni tako hitro izdelati napovedi dobičkov kot vodilni analitiki, kar jim predstavlja priložnost, da posodobijo svoje napovedi z informacijami iz že izdanega poročila vodilnih analitikov. Z vključitvijo morebitnih novo prispelih informacij lahko povečajo točnost svojih napovedi.

Obstajata dve razlagi o tem, kateri dejavniki so odločilni pri izbiri napovedi dobičkov, ki jih bodo investitorji upoštevali pri svojih investicijskih odločitvah. Bayesijski model učenja tako pravi, da trg močnejše reagira na individualne napovedi bolj točnih in obenem bolj izkušenih analitikov, kateri že dolgo opravljajo analitsko delo in so izdelali že veliko napovedi. Obratno statični model učenja predpostavlja, da investitorje zanima samo povprečna pretekla točnost ocen analitika, kjer število let oziroma delovna doba analitika ne igra pomembne vloge (Keung, 2006, str. 6). Chen, Francis in Jiang (2005, str. 23) pokažejo, da je odziv trga na napovedi dobičkov odvisen od dolžine obdobja napovedovanja posameznega analitika in točnosti napovedi. Investitorji po njihovem mnenju dajejo več teže napovedim bolj izkušenih in obenem bolj točnih analitikov, kar je v skladu z Bayesijskim modelom učenja.

3.1.5 Najvišje rangirani analitiki

Ena najstarejših raziskav na temo analitikovih sposobnosti je narejena s strani revije *Institutional Investor*. Revija letno organizira izbor v ekipo najboljših analitikov imenovan tudi *Institutional Investor's All-American Research Team*. Izbor je osnovan na vprašalnikih namenjenih več kot 2.000 managerjem in institucijam, kateri rangirajo analitike glede na več kategorij: izbiro delnic, napovedi dobičkov, napisana poročila in vsesplošne storitve. Opazimo lahko, da sta samo prva kriterija neposredno povezana s točnostjo napovedi in priporočili. Zadnji kriterij, ki se nanaša na vsesplošne storitve, je bolj subjektiven, saj se lahko na njegovi podlagi višje uvrstijo analitiki, ki imajo pomembno vlogo pri poslih investicijskega bančništva, niso pa nujno najbolj točni v svojih napovedih. Tisti analitiki, ki dobijo največ glasov, so razglašeni za najvišje rangirane analitike (angl. *super star analysts*).

Bolj objektivni sistem je sistem razvrščanja po lestvici *Wall Street Journal's Best*, ki analitike razvršča samo na podlagi dobičkonosnosti priporočil za delnice, ki jih je posamezen analitik izdal v preteklem letu. Do leta 2001 je časnik *The Wall Street Journal* uporabljal dva načina rangiranja, prvi je bil osnovan na dobičkonosnosti priporočil analitika, drugi pa na točnosti napovedi dobičkov analitika. Po letu 2001 so obdržali samo rangiranje na podlagi dobičkonosnosti analitikovih priporočil (Bagnoli, Watts & Zhang, 2007, str. 5).

Še najmanj pristranski sistem ocenjevanja analitikov so nagrade *StarMine Analyst Awards*. Nagrade podeljuje družba *StarMine*³², ki letno izbira najboljše analitike v 15 regijah po svetu. Nagrade se podeljujejo tako na področju priporočil za delnice (ocenjuje se njihova uspešnost v primerjavi s panožnim benchmarkom) kot na področju napovedi dobičkov (identificira se analitike, ki so bolj točni od konkurentov). Analitik je visoko ocenjen za izdelavo napovedi dobičkov, če je drugačen od povprečja in bolj točen. Pri ocenjevanju točnosti napovedi je upoštevanih več dejavnikov: analitikova absolutna napaka v napovedih, analitikova napaka v napovedih primerjana z napakami ostalih analitikov, varianca napak v napovedih in hitrost izdaje napovedi (StarMine Professional, 2009).

Kljub temu, da so te raziskave zelo pomembne za višino zaslužka oziroma nagrad, ki jih dobi analitik, Zacks meni, da so, vsaj nekatere izmed njih, v svojem jedru bolj kot ne osnova za tekmovanje v popularnosti. Povedo nam, kateri analitiki imajo največji vpliv na cene delnic, ne povedo pa nam, kateri so tisti, ki delajo najbolj točne napovedi, saj se popularnost in točnost napovedi pri analitiki velikokrat izključujeta. Najvišje rangirani analitiki so pogosteje tudi premamljeni, da delajo kompromise med poročilom, kjer prikažejo dejansko stanje podjetja in potencialnimi prihodki s strani investicijskega bančništva. Do tega pride, ker cenjeni analitiki lahko vplivajo na združitve podjetij, medtem ko neznan analitik zaradi pomanjkanja prestiža nima dovolj velikega vpliva na trg (Zacks, 2003, str. 33).

³² Družbo *StarMine* je leta 2008 prevzel vodilni ponudnik na področju poslovnih informacij *Reuters* in je sedaj družba, ki pripada *Thomson Reutersu*.

Stickel (1992, str. 1811) pa pravi, da so napovedi analitikov, ki so uvrščeni v *Institutional Investor's All American Research Team*, bolj točne od napovedi ostalih analitikov. Tudi Leone in Wu (2007) sta preučevala attribute najvišje rangiranih finančnih analitikov, ki so bili v obdobju od 1991 do 2000 vključeni v raziskavo revije *Institutional Investor*. Ugotavljata, da je lestvica najboljših analitikov smiselna pri identificiranju kvalitetnih analitikov in tako ni konsistentna z nekaterimi obtožbami rangiranja analitikov v kontekstu popularnosti. Zanimalo ju je, kaj je razlog za večjo točnost teh analitikov, je to sreča ali superiorne sposobnosti. Prišla sta do zaključka, da je razlog v superiornih sposobnostih analitika, saj je bila točnost napovedi posameznih analitikov obstojna skozi daljše obdobje, najvišje rangirani analitiki pa so bili vodilni tudi že pred uvrstitvijo na omenjeni seznam (Leone & Wu, 2007, str. 27).

3.2 Vpliv zunanjega okolja na točnost napovedi dobičkov

Na točnost napovedi dobičkov ima zagotovo velik vpliv tudi okolje v katerem analitik deluje. Način razkritja informacij s strani vodstva podjetja, konflikt interesov med udeleženci na trgu, zakonodajni okviri, ki se nanašajo na zaščito delničarjev, in makroekonomsko okolje na različne načine vplivajo na napovedovalni proces finančnega analitika.

3.2.1 Razkritja informacij s strani vodstva podjetja in vpliv na finančne analitike

Vodstvo podjetja ima informacije o notranjem delovanju podjetja, o denarnih tokovih projektov, trendih v zalogah in o profitnih maržah na posamezne izdelke, ki so nedostopni zunanjim investitorjem. Da bi analitiki lahko objektivno ocenili vrednost podjetja, bi jim moralo vodstvo podjetja nuditi zadostne informacije o poslovanju podjetja v prihodnosti. Managerji obvladujejo tudi nekatere vzvode, ki določajo rast, saj so oni tisti, ki odločajo o novih investicijah, obenem pa delujejo pod določenimi zakonodajnimi omejitvami glede tega, katere informacije lahko razkrijejo in kdaj jih lahko objavijo.

Javne družbe delajo finančne projekcije prihodnjih dobičkov z namenom pravilnega načrtovanja in upravljanja delovanja družbe. Managerji te projekcije uporabljajo tudi kot osnovo za obrazložitev analitikom, kakšna so njihova pričakovanja za poslovanje podjetja v prihodnosti. Analitiki običajno k tem projekcijam dodajo še nekatere lastne predpostavke in tako ustvarijo neodvisno oceno prihodnjih dobičkov posameznega podjetja. Običajno ni v interesu vodstva, da bi delilo svoje najbolj optimistične projekcije z analitiki. Velik delež nagrad, ki jih prejema vodilni v podjetjih, namreč pride v obliki delnic družbe in delniških opcij. Vodilni se tako zavedajo, da če objavijo dobičke, ki so pod napovedmi analitikov, bo cena delnice padla. Prav zato analitikom običajno posredujejo bolj konzervativne napovedi.

Macfarquar in Tooley (2009) na primeru avstralskih in novozelandskih podjetij pokažeta, da še vedno obstaja asimetrija informacij med analitiki in managementom podjetja. Empirični rezultati raziskave kažejo, da se o ključnih kazalnikih poslovanja podjetij premalo poroča; to še posebej velja za mere, ki so povezane s kvaliteto izdelkov, zadovoljstvom potrošnikov, inovacijskim procesom pri izdelkih in procesih izdelave ter konkurenčnim okoljem, v katerem podjetja poslujejo. Managerji bi po mnenju avtorjev raziskave morali spoznati pomembnost razkritja nefinančnih informacij v povezavi s poslovanjem podjetja kot dodatek k tradicionalnim razkritjem, saj le-te igrajo pomembno vlogo pri vrednosti podjetja na dolgi rok (Macfarquar & Tooley, 2009, str. 2).

Razkritje dodatnih informacij, ki presegajo obvezna razkritja, nujna s strani računovodske zakonodaje, ima vpliv na oceno vrednosti podjetij (Bartov & Bodnar, 1996). Več informacij namreč omogoča vsem uporabnikom boljši vpogled v možnosti podjetja za rast, kažejo pa tudi na sposobnost prilagajanja podjetja hitro spreminjajočemu se okolju. Razkritje takšnih informacij je lahko v obliki reguliranih finančnih poročil ali preko ostalih medijev, kot so sporočila za javnost, internetnih strani namenjenih investitorjem, predstavitev namenjenih analitikom in ostalih poročil podjetij.

Več regulatornih oblasti zagovarja stališče, da bi moral biti obseg poročanja oziroma razkritij podjetij določen s strani potreb trenutnih in potencialnih uporabnikov, katerih zahteve po informacijah so najbolj celovite. Takšna skupina uporabnikov so finančni analitiki, ki so med najpomembnejšimi pri ocenjevanju vrednosti podjetij in uporabljajo tako finančne kot nefinančne mere pri ocenjevanju dolgoročnega poslovanja podjetij. Bartov, Givoly in Hayn so pokazali, da managerjem ni vseeno, kakšne so analitike napovedi prihodnjih dobičkov za njihovo podjetje. Skrbi jih namreč, ali bodo izpolnili oziroma presegli pričakovanja analitikov (Bartov, Givoly & Hayn, 2002, str. 174).

Neustrezno razkritje informacij lahko vodi do zmanjšanih nivojev učinkovitosti trga, vključno z neustreznim vrednotenjem podjetja. V raziskavi Grahama in Campbella (2002, str. 15) je kar dve tretjini managerjev, vključenih v raziskavo, mnenja, da so delnice njihovih družb podcenjene, trije odstotki vprašanih pa menijo, da so precenjene. Podjetja, ki predložijo raje več kot manj informacij, imajo večje pokritje analitikov, napovedi individualnih analitikov so manj razpršene, obenem pa so napovedi dobičkov tudi bolj točne (Lang & Lundholm, 1996, str. 467).

Cotter, Tuna in Wysocki (2005) so med letoma 1995 in 2001 z namenom preučitve vpliva managementa na mnenja analitikov preučili 1.673 javnih družb. Management je v tem obdobju dajal analitikom napotke oziroma usmeritve o poslovanju podjetja v prihodnje v približno 17,6 % opazovanj v vzorcu; pogostost teh usmeritev je celo porasla po začetku veljavnosti Uredbe o poštenih razkritjih (Cotter, Tuna & Wysocki, 2005, str. 2). Avtorji so mnenja, da obstaja večja verjetnost, da bo management podajal usmeritve glede poslovanja podjetja takrat, ko so analitiki preveč optimistični kot takrat, ko so preveč pesimistični v

svojih napovedih. Management bo usmerjal analitike tudi takrat, ko je manj nestrinjanja med njimi (ko se bolj gibljejo okoli konsenza oziroma so bolj soglasni). Analitiki v napovedi zelo hitro vključijo usmeritve s strani vodstva podjetja. V omenjeni študiji je 47 % analitikov naredilo popravke svojih ocen dobičkov v petih dneh po prejemu smernic s strani managementa. Tudi Bowen, Davis in Matsumoto (2002, str. 285) so našli dokaze, da je točnost napovedi dobičkov odvisna od informacij, ki jih dobijo analitiki na podlagi konferenčnih klicev in od kvalitete razkritij s strani managementa.

Te ugotovitve nakazujejo, da management uporablja smernice s ciljem upravljanja kratkoročnih napovedi dobičkov (običajno za naslednje četrletje) oziroma ustvarjanja pozitivnih presenečenj v dobičkih, ni pa nujno njihov namen izboljšanje dolgoročnih napovedi rasti (Damodaran, 2008, str. 25).

3.2.1.1 Management in uravnavanje dobičkov

Vodstvo podjetja ima, predvsem zaradi delniških opcij in ostalih bonitet, motivacijo in hkrati možnost, da uravnava dobičke (angl. *to manipulate earnings or to manage earnings*). Znotraj splošno veljavnih računovodskih načel so lahko, sicer v omejeni meri, fleksibilni, na primer pri izbiri metode vrednotenja zalog, izdatkih za raziskave in razvoj, pripoznanju prihodkov, oceni rezervacij za pokojnine in jubilejne nagrade, odlogu izdatkov za vzdrževanje in podobno (DeGeorge, Patel & Zeckhauser, 1999, str. 2).

V podjetjih se tako pogosto dogaja, da ob objavi dobičkov dosežajo specifične mejne nivoje (Shefrin, 2002, str. 268). DeGeorge in sodelavci (1999, str. 3) ugotavljajo, da obstajajo trije pragovi pri določanju nivoja objavljenih realiziranih dobičkov:

- izogibanje izgubi oziroma objava pozitivnega dobička (angl. *reporting earnings that are above zero*),
- dobički primerjalnega četrletja prejšnjega leta (angl. *sustaining recent performance*),
- konsenz napovedi dobičkov analitikov (angl. *meeting analyst's expectations*).

Zgoraj omenjeni avtorji v študiji pokažejo, da so mejni nivoji dobičkov hierarhično razvrščeni in da managerji uravnava dobičke tako, da presežejo vse tri nivoje, če je le mogoče. Najbolj pomembno je, da, prvič, podjetje ustvari pozitivni neto poslovni izid, drugič, za podjetje je pozitivna informacija, če so objavljeni dobički v tekočem četrletju vsaj enaki dobičkom pred štirimi četrletji³³, zadnji cilj, ki ga imajo vodilni v podjetju pa je, da presežejo pričakovanja analitikov.

³³ Finančna poročila v medijih običajno primerjajo trenutne rezultate z rezultati preteklega leta. Skladno s to prakso avtorji raziskave dokažejo, da je to tudi prag, ki ga skušajo dosežati izvršni direktorji v podjetjih.

Predpostavimo, da managerji ocenijo, da pričakovanj analitikov ne bodo mogli preseči. Namesto, da bi napoved zgrešili za malenkost, raje te dobičke »shranijo« za naslednje poročanje, zgrešijo sedanjo napoved za več kot so nameravali in se pomaknejo k drugi mejni vrednosti, dobičkom primerjalnega četrletja prejšnjega leta. Če podjetje ni sposobno doseči niti te višine dobička, se pomakne k prvi meji (izogibanje izgubi), saj ima tako v naslednjem četrletju možnost, da preseže napoved analitikov (DeGeorge et al., 1999, str. 30). Bolje je namreč zgrešiti napoved analitikov enkrat, pa takrat občutno in jo v naslednjem četrletju preseči, kot pa jo vedno za malenkost zgrešiti.

Nagrajevanje izvršnih direktorjev in verjetnost, da obdržijo službo, sta zelo verjetno povezana z višino dobičkov, ki jih podjetja četrletno objavljajo ter gibanjem cene delnice (Healy, 1985, str. 26).

3.2.1.2 Spremenjen tok informacij

Na ameriškem trgu je v letu 2000 Uredba o poštenih razkritjih³⁴ spremenila potek toka informacij. Od družb namreč zahteva, da informacije razkrijejo javno, ne pa samo privatno nekaterim družbam oziroma analitikom. Med tehnološkim mehurčkom leta 1998 in 1999 so fenomen postale t.i. prišepetajoče ocene (angl. *whisper estimates*). V tem obdobju so bili investitorji hvaležni za kakršnokoli informacijo o prihodnjih dobičkih, ki so jo lahko dobili. Prišepetajoče ocene so neuradne napovedi dobičkov najboljših podjetij na borzi, ki krožijo na trgu nekaj ur pred tem, ko je informacija objavljena. Prišepetane informacije so pred objavo dobičkov pogosto prihajale od analitikov k njihovim najboljšim strankam. Te ocene se lahko občutno razlikujejo od konsenza napovedi dobičkov analitikov, ki je objavljen nekaj dni prej. Če podjetje ne izpolni pričakovanj, ki so vključena v prišepetano oceno dobičkov, cena delnice običajno pade.

S pokom mehurčka in prihodom Uredbe o poštenih razkritjih je obseg prišepetajočih ocen začel upadati. Njihovo število v letu 2001 naj bi bilo tako samo desetina števila v letu 2000. Uveljavitev uredbe je družbam preprečilo selektivno razkrivanje informacij najljubšim analitikom, le tem pa razkrivanje še neobjavljenih informacij potencialnim investitorjem (Bruce, 2002, str. 199).

3.2.2 Vpliv konflikta interesov na napovedi dobičkov

Za dobro razumevanje priporočil, ki jih izdelujejo analitiki ter razumevanje pristranskosti v ocenah dobičkov moramo najprej razumeti analitikov cikel. Gre za opis vseh sil, ki vplivajo na analitika pri izdelavi priporočila in ga velikokrat pripeljejo do konflikta interesov (Bruce, 2002, str. 198).

³⁴ Uredba o poštenih razkritjih je podrobneje opisana v poglavju 4.1.1.

Prvi del cikla predstavlja pomemben vir informacij, to je management podjetja, kateremu analitik sledi. Management lahko nudi analitikom projekcije o prihodnjih dobičkih ter dostop do vodstva družbe, s katerim se lahko pogovori o prihodnjih izgledih podjetja. Prav omejevanje dostopa do vodstva podjetja lahko analitika vodi do izdelave pristranskih napovedi dobičkov.

Obstaja pa tudi drugi del razmerja med analitiki in managementom podjetja. Delodajalci analitikov so lahko tudi investicijske banke, ki nudijo družbam storitve, kot so izdaja obveznic oziroma izdaja delnic podjetja. Med oddelkom raziskav in investicijskega bančništva pa obstaja konflikt, ki vpliva na delo finančnega analitika. Dejavnost investicijskega bančništva je vir precejšnjih dohodkov banke, je pa tudi področje, kjer vlada na trgu precejšnja konkurenca. Analitik v svojem priporočilu ne sme metati slabe luči na podjetje, ki je potencialna stranka investicijske banke, ampak ji mora pri tem celo pomagati z napovedovanjem dobrih izgledov podjetja. V nasprotnem primeru bi namreč oviral investicijsko banko pri pridobitvi pomembnega posla, kot je na primer izdaja novih delnic.

Naslednje razmerje je razmerje med analitikom in investitorjem. Analitik nudi investitorju pomembne informacije o delnici določenega podjetja. V zameno analitik potrebuje investitorja, da ta trguje s posredniško hišo, kjer je zaposlen analitik in ji s tem generira prihodke. Veliko analitikov se ocenjuje prav na osnovi obsega trgovalnih provizij, ki pritečejo v njegovo firmo.

Zadnja povezava poteka od analitika nazaj k analizirani družbi. Investitor se ravna po informacijah, ki jih nudi analitik (skupaj z drugimi informacijami). To pa seveda vpliva na ceno delnice, ki je osrednja skrb managementa družbe. Zaradi delniških opcij, ki so postale bolj razširjene v devetdesetih letih prejšnjega stoletja, se je pozornost višjega managementa obrnila od velikih denarnih bonusov k pridobivanju večjega števila delniških opcij in seveda k maksimiranju cen delnic. Prav zato višjemu managementu ni vseeno, kaj si investitor misli o njihovi družbi.

V nadaljevanju sta podrobneje opisana konflikt interesov, ki nastane zaradi vzdrževanja stikov z managementom podjetja, in konflikt interesov, ki ima podlago za nastanek v poslih investicijskega bančništva.

3.2.2.1 Vzdrževanje stikov z managementom podjetja

Ke in Yu (2006 str. 1) ugotavljata, da so analitiki pri svojih ocenah rasti dobičkov pristranski predvsem iz enega razloga. Ugoditi hočejo vodstvu družbe, ki je predmet ocenjevanja, saj s tem pridobijo določene ugodnosti v obliki dodatnih informacij, ki jim jih posreduje vodstvo podjetja. Nekaj informacij sicer dobijo že iz letnih poročil podjetij, vendar pa jim pogosto

podjetja posredujejo tudi izčrpnjše informacije, ki se nanašajo na pričakovano poslovanje podjetja v prihodnosti.

Pesimizem v napovedih analitikov pred objavo realiziranih dobičkov je igra med analitiki in finančniki podjetja. Potem, ko analitiki ocenijo, koliko bo podjetje zaslužilo v prihodnosti (te ocene so običajno precej optimistične), se igra začne. Finančniki oziroma predstavniki za stike z javnostmi običajno dajo napotke, ki bi analitikom pokazali, ali naj zvišajo ali znižajo svoje začetne projekcije. Namen teh napotkov naj bi bil, da analitikom ob objavi dejanskih dobičkov preprečijo osramotitev s potencialno nerealnimi ocenami dobičkov. Običajno pa napotki vodijo analitike do prenizkih končnih ocen dobičkov. Družbe namreč poskušajo vplivati na znižanje napovedi dobičkov s strani analitikov, z namenom, da bodo cene delnic poskočile, ko bodo dejanski dobički presegle napovedane. Če se vse izteče po željah vodstva podjetja, delnica na dan objave dobičkov zraste, saj ti presegajo preveč konzervativne ocene analitikov (Richardson, Hong & Wysocki, 1999, str. 29). Ekstremen primer je Microsoft, za katerega je avtor članka *Learn to Play the Earnings Game (and Wall Street will Love you)* Fox ugotovil, da so dejanski dobički presegle pričakovane v 41-ih od 42-ih četrtletjih³⁵, odkar je Microsoft začel z javno kotacijo. Napovedi so bile v večini primerov nad realiziranimi dobički, vendar pa ne tako nad njimi, da bi analitiki izpadli kot nesposobni (Fox, 1997).

Analitiki, ki za določeno družbo na začetku izdajajo optimistične ocene prihodnjih dobičkov, katerim sledijo bolj pesimistične napovedi s približevanjem datumu objave dobičkov podjetja, delajo bolj točne ocene rasti dobičkov (Ke & Yu, 2006, str. 1). To še posebej velja za analitike, ki sledijo družbam s težje predvidljivimi dobički, pri katerih so dodatne informacije še posebej pomembne.

Richardsona in sodelavce (1999) je zanimalo, kako se gibljejo napovedi dobičkov posameznega analitika skozi določeno obdobje. V raziskavi ugotavljajo ali analitiki delajo bolj optimistične napovedi dobičkov na začetku leta in jih potem znižujejo do nivoja, ki ga družba lahko preseže, ter ali je višina analitikovih napovedi dobičkov povezana s težnjami managementa, da bi se izognilo razočaranjem na dan objave dejanskih dobičkov. Na vzorcu individualnih ocen dobičkov analitikov iz podatkovne baze I/B/E/S za obdobje med letoma 1983 in 1997 so našli močne dokaze v prid hipotezi, da se napovedi letnih dobičkov s približevanjem datumu objave precej znižajo in tako preidejo iz precej optimističnih v nekoliko bolj pesimistične (Richardson et al., 1999, str. 29).

Tudi Damodaran je prišel do zaključka, da skušajo managerji vsaj na kratek rok znižati pričakovanja glede prihodnjih dobičkov, saj je tako večja verjetnost, da pride po pozitivnih presenečenj v dobičkih (Damodaran, 2008, str. 25).

³⁵ Avtor članka je opazoval obdobje od začetka kotacije družbe Microsoft leta 1986 do januarja leta 1997.

Čeprav ni nujno, da analitiki upoštevajo pričakovanja managerjev v svojih napovedih je igra med njimi že znana javnosti, tako da cene delnic lahko padejo tudi takrat, ko določena družba preseže pričakovanja analitikov, še posebej, ko jih ne preseže občutno (Shefrin, 2002, str. 266).

3.2.2.2 Vpliv nove izdaje delnic na napovedi dobičkov

Konflikt interesov, ki ima podlago v dejavnosti investicijskega bančništva, nastane zaradi zabrisane meje med raziskovalno dejavnostjo oziroma analitiki in dejavnostjo investicijskega bančništva. Prihaja predvsem do dveh konfliktov:

Konflikt, ki nastane zaradi privabljanja oziroma ohranjanja strank investicijskega bančništva

Do konflikta lahko pride, ko ima investicijska banka stranko, ki ji je že nudila storitve prevzema izdaje finančnih instrumentov in bi rada nadaljevanja poslovni odnos s to stranko, ali pa, ko bi investicijska banka rada privabila novo stranko. Analitik je lahko že sodeloval s skupino investicijskega bančništva, ki je bila v vlogi prevzemnika izdaje finančnih instrumentov določenega podjetja, tako pri prvi (angl. *Initial Public Offering*, v nadaljevanju *IPO*) kot pri naslednjih izdajah finančnih instrumentov (angl. *Seasoned Equity Offering*, v nadaljevanju *SEO*). Analitiki pomagajo skupini investicijskega bančništva s skrbnim pregledom podjetja, sodelovanjem v promocijah oziroma predstavitvah podjetja (angl. *road show*), pomagajo pa jim tudi pri dokončnem izoblikovanju posla. V preteklosti je obstajala precejšnja pregrada med analitikom in oddelkom investicijskega bančništva. S časom pa so začeli analitike vključevati tako v proces skrbnega pregleda podjetja, kot v trženje nove izdaje finančnih instrumentov, kar precej zamegli mejo med analitikom kot ponudnikom informacij za stranko in analitikom kot sodelujočim v oddelku investicijskega bančništva. Tukaj je pomembno predvsem razumevanje pritiska, ki ga investicijska banka in njene stranke vršijo na analitika z namenom, da od njega dobijo pozitivna priporočila za podjetje, ki je stranka investicijske banke. Ko so enkrat delnice izdane, bodo nadaljnje pozitivne kritike o podjetju samo pripomogle, da bo stranka še naprej zadovoljna, kar bo investicijski banki po vsej verjetnosti pripeljalo nove potencialne posle v prihodnosti. Obstaja velika verjetnost, da ima borzno posredniška hiša po izdaji finančnih instrumentov v lasti pomemben delež delnic izdajatelja, pozitivne kritike o delnici bodo tako dobrodošle tudi borzno posredniški hiši, ne samo vodstvu podjetja.

Ker lahko oddelek investicijskega bančništva borzno posredniški hiši prinese ogromne zasluške, analitik noče ogroziti odnosa med oddelkom investicijskega bančništva in stranko. Investicijska banka je tudi pod stalnim pritiskom ostalih investicijskih bank, ki hočejo zavzeti njeno mesto v določenem poslu investicijskega bančništva. Analitik je najhitreje

odpuščen, če s svojim poročilom uniči oziroma razrahlja obstoječ odnos s podjetjem, na katerega so vezani posli investicijskega bančništva (Zacks, 2003, str. 25).

Konflikt, ki nastane zaradi povezave višine analitikove plače in bonusov z uspešnostjo oddelka investicijskega bančništva

Poleg pritiska s strani analitikovega delodajalca k izdaji pozitivnih priporočil, na analitika vplivajo tudi ekonomski konflikti. Njegovo nagrajevanje je namreč pogosto povezano s poslovanjem oddelka investicijskega bančništva. Bonusi in nagrade iz tega naslova dajejo analitiku spodbudo, da izdaja optimistične napovedi, saj le-te pomagajo oddelku poslovnih financ pridobivati nove posle. Analitik je tako pod velikim pritiskom, saj lahko slabo priporočilo, ki ga izda, občutno zniža prihodke oddelka investicijskega bančništva in s tem njegovo plačilo. Tudi njegov zunanji ugled je povezan s kvaliteto njegovih raziskav, kar še zaplete celotno zadevo, saj je nagrajevanje analitika običajno vsaj delno odvisno tudi od njegovega ugleda (Michaely & Womack, 2002, str. 31).

Lin in McNichols (1998, str. 101) pokažeta, da so ob novih izdajah finančnih instrumentov, ocene prihodnjih rasti dobičkov podjetij in priporočila vodilnih ter sodelujočih prevzemnikov izdaj finančnih instrumentov občutno bolj ugodna kot napovedi in priporočila ostalih analitikov.

Hansen in Sarin (1998, str. 1) pa ugotavljata, da so napovedi dobičkov izdajatelja ob novih izdajah delnic sicer res optimistične, vendar pa ta optimizem pripisujeta dejstvu, da so izdajatelji novega kapitala večinoma visoko rastoča podjetja, ki imajo že a priori višje napovedi dobičkov za prihodnost, zanje pa so značilne tudi večje napake v napovedih. Konflikt interesov torej po njunem mnenju ni razlog za preoptimistične napovedi dobičkov.

Zgoraj opisane raziskave so iskale povezave med novimi izdajami kapitala in kratkoročnimi napovedmi dobičkov. Dechow, Hutton in Sloan (1999, str. 1) pa so opazovali gibanje dolgoročnih napovedi rasti dobičkov analitikov ob novih izdajah lastniškega kapitala. Prišli so do zaključka, da so ocene dolgoročnih rasti dobičkov analitikov sistematično preveč optimistične okoli novih izdaj kapitala in da analitiki, zaposleni v firmah, ki sodelujejo pri novih izdajah kapitala podjetij, delajo najbolj optimistične napovedi rasti dobičkov. Do podobnega zaključka so prišli tudi Lin in sodelavci (1998, str. 101).

Tudi Michaely in Womack (1999) sta testirala obstoj potencialnega konflikta interesov, s katerim se sooča investicijska banka ob prevzemu nove izdaje delnic. Osredotočila sta se na obdobje 25-ih dni po prvi izdaji finančnih instrumentov, ko prevzemnik izdaje in ostali analitiki običajno začnejo izdajati poročila o izdajatelju. Opazila sta, da so v enoletnem obdobju analitiki povezani z vodilnim prevzemnikom izdaje izdali 50 % več priporočil »kupi« kot ostali analitiki. Da bi ocenila verodostojnost analitikov, sta pogledala, kakšen je bil odziv trga na priporočila »kupi«. Prišla sta do zaključka, da so priporočila analitikov, ki

niso povezana s prevzemnikom izdaje rezultirala v 2,8 % višjem presežnem donosu v primerjavi z analitiki vodilnega prevzemnika izdaje finančnih instrumentov (Michaely & Womack, 1999, str. 670). To lahko pomeni, da trg vidi priporočila analitikov, na katere ne vplivajo prevzemniki izdaje, kot bolj informativna.

3.2.3 Vpliv nagrajevanja in skrb za kariero

Na pristranskost ocene analitika v veliki meri vpliva tudi nagrada za njegovo relativno uspešnost. Ta se pojavi v okolju, kjer delodajalci in stranke sklepajo o analitikovi sposobnosti iz njegovih napovedi dobičkov. Dobri finančni analitiki delajo bolj točne napovedi dobičkov podjetij in posledično boljša priporočila, pridobijo več strank, ustvarjajo višji obseg trgovanja in več posredniških provizij za firme, kjer so zaposleni. Ker je relativna točnost analitikovih napovedi pomembna ne samo investitorjem, ampak tudi delodajalcem analitikov, konkurenca med delodajalci za boljše analitike vodi do kompensacij za relativno uspešnost: bolj uspešni analitiki bodo nagrajeni neposredno skozi bonuse oziroma posredno z višjim položajem, nadomestilom za večji trgovalni obseg in podobno (Berhardt & Kutsoati, 2001, str. 3).

Pozitivno povezavo med napovedmi dobičkov in analitikovo skrbjo za kariero je prvi dokazal Stickel. Opazil je, da najvišje rangirani analitiki, ki so običajno bolje nagrajeni kot ostali analitiki, delajo bolj točne napovedi dobičkov kot ostali analitiki (Stickel, 1992, str. 1811). Hong in Kubik pa sta našla dokaze, da je za relativno bolj točne analitike večja verjetnost, da jih najame prestižnejša borzno posredniška hiša in obratno (Hong & Kubik, 2003, str. 313). Tudi Hong in sodelavci (2000) potrjujejo, da je točnost napovedi direktno povezana z možnostjo napredovanja, še posebno za manj izkušene analitike (Hong et al., 2000, str. 121).

Borzno posredniške hiše pa nagrajujejo analitike tudi v primeru, ko so v svojih napovedih optimistični; razlog je po vsej verjetnosti njihova pomoč pri promociji delnic in ustvarjanju prihodkov iz naslova investicijskega bančništva. Kadar je nagrada za relativno uspešnost pomembna, skušajo analitiki, na katere vpliva konflikt interesov v povezavi z investicijskim bančništvom, v procesu napovedovanja čim bolj uravnovežiti minimiziranje napake v napovedi dobičkov, napoved pa ne sme preveč izstopati v primerjavi z ostalimi napovedovalci. Hong dokaže, da so analitiki nagrajeni za svoj optimizem v napovedih dobičkov, vse dokler je ta optimizem v mejah točnosti napovedi, ki ohranja verodostojnost analitika (Hong, 2004, str. 4). Analitikom, ki so relativno bolj optimistični v primerjavi s kolegi, so dodeljene pomembnejše naloge, kot je na primer pokrivanje večjih in bolj znanih podjetij.

3.2.4 Vpliv zakonodaje o zaščiti delničarjev

V zadnjih letih je bilo narejeno tudi več raziskav s področja vpliva zaščite delničarjev na optimizem v analitikovih napovedih dobičkov. Rezultati študije Kwaga (2006) kažejo, da so ocene prihodnjih dobičkov podjetij, ki jih analitiki izdajo v državah z močno zaščito delničarjev manj optimistične in bolj točne kot v državah, kjer je zaščita delničarjev bolj šibka. Zaščita delničarjev se običajno meri s pravicami, ki jih imajo delničarji. Države imajo različne pravne sisteme za zaščito delničarjev. Nekatere nudijo močnejšo, druge šibkejšo zaščito za delničarje. Zaščita delničarjev se največkrat kaže v naslednjih oblikah: pooblaščen zastopnik (angl. *proxy by mail*), ena delnica - en glas, kumulativno glasovanje oziroma proporcionalno zastopništvo in predkupna pravica za nakup novih delnic. Večja zaščita delničarjev zmanjšuje možnost manipulacij z dobički in negotovost v napovedih dobičkov, kar posledično zmanjšuje optimizem v analitikovih napovedih (Kwag, 2006, str.43).

Za finančne trge v državah z zakonodajnim okoljem, ki ščiti delničarje je značilna višja pokritost s finančnimi analitiki in večja točnost napovedi dobičkov, ki jih izdelujejo analitiki (Hovakimian & Saenyasiri, 2009, str. 3).

3.2.5 Vpliv makroekonomskih spremenljivk na napovedi dobičkov

Prihodnost podjetja je tesno povezana s prihodnostjo globalne ekonomije. Chopra (1998) je pokazal, da so napake v napovedih dobičkov analitikov največje, ko se poslovni cikel v gospodarstvu obrne. Takrat so ocene dobičkov tudi najbolj razpršene. Zaključil je, da je najslabše okolje za napovedovanje dobičkov v obdobju vzpona ali padca gospodarstva, ko je negotovost največja (Chopra, 1998, str. 39).

Richardson in sodelavci so raziskovali gibanje enoletnih napovedi dobičkov ameriških analitikov med obdobjem ekspanzije in recesije. Pokazali so, da so analitiki bolj pesimistični med obdobjem ekspanzije ter da precenijo dobičke v obdobju recesije. Možno je namreč, da analitiki slabo ocenijo gospodarsko rast v svojih napovedih dobičkov (Richardson et al., 1999, str. 17).

Ko se ekonomska rast okrepi, se dejanski dobički začnejo približevati »normalno« optimističnim napovedim, kar pomeni, da se napaka v napovedi zmanjša. Če je ekonomska rast zelo močna, dobički zrastejo precej nad pričakovanji oziroma napovedmi. Ko se gospodarstvo začne ohlajati, se začnejo zmanjševati tudi dobički, vendar pa optimizem analitikom prepreči takojšnji drastični popravek njihovih ocen dobičkov navzdol, zato napaka v napovedi naraste. Dejavniki optimizma v napovedih so tesno povezani z poslovnim ciklom gospodarstva. To so potrdili tudi Dossou in sodelavci, ki so preučevali vpliv rasti industrijske proizvodnje, kot mere ekonomske aktivnosti, letne stopnje rasti inflacije, letne

rasti menjalnega tečaja in krivulje obrestnih mer na napake v napovedih dobičkov. Avtorji dokažejo, da so vključene makroekonomske spremenljivke statistično značilne ter da so njihovi vplivi na napake v napovedih dobičkov pričakovani (Dossou et al., 2008, str. 15).

Skladno s pogledom, da so nekatere panoge bolj občutljive na poslovne cikle kot druge, je Brown pokazal, da se napaka v napovedih dobičkov analitikov razlikuje po panogah. Brown tako poroča o zelo majhnih napakah v napovedih dobičkov podjetij, ki poslujejo v prehrabeni industriji, ter o relativno velikih napakah v napovedih dobičkov za podjetja v naftni in plinski industriji (Brown, 1997, str. 84).

Nestanovitnost dobičkov je negativno povezana z možnostjo napovedovanja dobičkov. Določali naj bi jo predvsem ekonomski in računovodski dejavniki, ki vplivajo na manjšo predvidljivost dobičkov. Dichev in Wei trdita, da upoštevanje volatilnosti dobičkov prinaša občutne izboljšave pri napovedovanju tako kratkoročnih kot dolgoročnih dobičkov (Dichev & Wei, 2008, str. 8).

3.3 Vpliv značilnosti podjetja, ki ga analitik pokriva, na točnost napovedi dobičkov

Tudi značilnosti podjetja pomembno vplivajo na točnost napovedi dobičkov, ki jih delajo analitiki. Stopnja težavnosti napovedovanja prihodnjih denarnih tokov in manj javno dostopnih informacij o določenem podjetju bosta zagotovo imela vpliv na slabšo kvaliteto napovedi dobičkov.

Nekateri raziskovalci so prišli do zaključka, da so največje napake v napovedi dobičkov dogajajo za podobna oziroma ista podjetja v različnih časovnih obdobjih. Podjetja, ki sta jih Elton in Gruber (1999, str. 39) vključila v vzorec, sta razdelila v pet skupin glede na velikost napake v napovedi v vsakem mesecu preučevanega leta. Opazovala sta, če podjetje, ki pade v določen kvantil v preučevanem mesecu leta, konča v istem kvantilu primerjalnega meseca tudi v naslednjem letu. Hipotezo sta potrdila kot statistično značilno. To pa naj bi pomenilo, da je verjetnost, da so podjetja, za katera analitiki delajo slabše napovedi dobičkov v določenem letu, podjetja, ki bodo prejela manj točno napoved dobičkov v sledečem letu.

Raziskava Harrisa je pokazala, da večji del napake pri napovedovanju dobičkov analitikov izvira iz individualnega nivoja proučevanega podjetja. Nesposobnost analitikov, da ocenijo povprečno stopnjo rasti dobičkov v gospodarstvu tako ne prispeva veliko k točnosti napovedi (Harris, 1999, str. 725). Tudi Dossou in sodelavci so mnenja, da so mikroekonomske spremenljivke glavni pojasnjevalni dejavnik napak v napovedih dobičkov in da analitiki največ napak pri napovedovanju naredijo na nivoju posameznega podjetja (Dossou et al., 2008, str. 15).

Optimistično pristranske ocene so pogostejše za podjetja, kjer so dobički relativno težje napovedljivi iz javno dostopnih informacij (Das, Levine & Sivaramakrishnan, 1998, str. 277). Manj kot je javno dostopnih informacij, bolj analitiki precenijo dobičke, saj si tako zagotovijo, da ne bodo v končni oceni podcenili koristi. Ker je običajno dostopnost informacij povezana z velikostjo podjetja oziroma tržno kapitalizacijo, so pristranske ocene pogostejše pri podjetjih z nizko tržno kapitalizacijo.

Barber in sodelavci (2001) so ugotovili, da je imelo 59,8 % vseh podjetij, ki so kotirala na borzah New York Stock Exchange (v nadaljevanju NYSE), American Stock Exchange (v nadaljevanju AMEX) in NASDAQ v letu 1996 vsaj eno priporočilo analitika v bazi podatkov. Tržna kapitalizacija teh podjetij je predstavljala 95,6 % tržne kapitalizacije vseh podjetij na trgu. Analitiki torej raje pokrivajo večja podjetja, saj je za ta značilna večja likvidnost, stranke analitikov pa zavzemajo večje pozicije v delnicah podjetja, kar seveda ustvarja višje prihodke iz naslova provizij za borzno posredniške hiše (Barber et al., 2001, str. 540).

Visoko rastoča podjetja in podjetja, ki se odločajo za novo izdajo delnic imajo največje želje, da vodijo analitike k objavi takšnih ocen dobičkov, ki jih bo družba lahko preseгла. Visoko rastoča podjetja, ki potrebujejo svež kapital so zelo občutljiva na dojetanje investitorjev. Analitiki tudi raje sodelujejo z družbami, ki se odločajo za izdajo novega kapitala, ker so te izdaje visoko donosne za investicijske banke. Vzorec zaporednih presenečenj dobičkov pred novo izdajo finančnih instrumentov pripomore k boljšemu dojetanju investitorjev o hitri rasti družbe, to pa bo po vsej verjetnosti povečalo uspeh nove izdaje kapitala (Richardson et al., 1999, str. 18).

3.3.1 Vpliv priljubljenosti delnice na napovedi dobičkov

Najboljši pokazatelj, da je delnica »prezrta« oziroma, da ni priljubljena v širši javnosti, je število analitikov³⁶, ki sledi delnici. Pokritje analitikov se namreč precej razlikuje od podjetja do podjetja; nekatera podjetja, ki kotirajo na borzi, tako sploh niso pokrita s strani analitikov. Manj kot upravljavci premoženja poznajo določeno delnico, bolj ima delnica potencial za višje donose, saj cena delnice zaradi slabše razpoznavnosti ne odseva pravilno možnih bodočih zaslužkov podjetja (Zacks, 2003, str. 208). Presenečenje ob objavi dobička podjetja, ki ga sledi manj analitikov ima lahko drugačen vpliv na ceno delnice, kot ga ima enaka magnituda presenečenja ob objavi dobička na ceno delnice podjetja, ki ga sledi več analitikov (Peterson & Fabozzi, 2006, str. 152). Za obratno povezavo med številom analitikov, ki sledijo določenemu podjetju in vplivom novih informacij na ceno delnice se je

³⁶ Najlažji način, da določimo število analitikov, ki pokrivajo določeno podjetje je, da se osredotočimo na število analitikov, ki izdajajo priporočila na določeno delnico. Če se je njihovo število povečalo v zadnjem mesecu, je to precej »bikovski« signal, obratno velja, če je število analitikov, ki sledi določenemu podjetju upadlo (Zacks, 2003, str. 212).

uveljavil izraz učinek zapostavljanja (angl. *neglect effect*). S številom analitikov naj bi bila povezana tudi točnost napovedi dobičkov. Več analitikov kot sledi družbi in objavlja ocene prihodnjih dobičkov, večja je točnost ocen dobičkov (Choi, 2007, str.179).

Stroški raziskovanja individualnega analitika se nižajo s povečevanjem obsega dostopnih informacij o podjetju, analitiki pa se lahko učijo tudi iz že izdelanih poročil drugih analitikov o določenem podjetju. Lang in Lundholm (1996, str. 467) pravita, da kvaliteta razkritih podatkov s strani podjetja vpliva na analitikovo odločitev, katero podjetje bo pokrival ter na točnost njegovih podatkov. Pokritost podjetja s strani analitikov se povečuje z odločitvijo podjetja, da vključi več informacij o aktivnostih po segmentih podjetja v svoja poročila (Botosan & Harris, 2000, str. 330).

Velikokrat je pokritje analitikov neposredno povezano s potencialnimi zaslužki investicijskega bančništva. To je tudi razlog, zakaj imajo delnice v trenutno aktualnih panogah večje pokritje kot delnice v zrelih panogah. Na višku tehnološkega balona je tako veliko več analitikov pokrivalo Yahoo kot na primer General Electric. Razlog je preprost. Dober analitik internetnih podjetij bi lahko pripomogel k visokim zaslužkom na podlagi provizij prevzema izdaje novih delnic. Pokritje analitikov pa je odvisno tudi od interesa samih investitorjev. V obdobju tehnološkega balona so bili investitorji veliko bolj zainteresirani za delnice podjetja Yahoo kot General Electric, saj je delnica podjetja Yahoo podvojila svojo vrednost, kar je pritegnilo zanimanje investitorjev. Das in sodelavci so mnenja, da so analitiki in investitorji v splošnem preveč optimistični o delnicah, ki veljajo za popularne oziroma so se dobro odrezale v bližnji preteklosti in preveč pesimistični za delnice, ki se niso dobro odrezale (Das et al., 2001, str. 14).

3.3.2 Vpliv delniških opcij vodstva podjetja na napovedi dobičkov

Točnost napovedi dobičkov za določeno podjetje pada, če se povečuje delež delniških opcij s strani vodstva podjetja. Večji obseg delniških opcij spodbuja managerje, da prevzemajo bolj tvegane projekte, da se odločajo za manipulacije z računovodskimi dobički in da delajo oportunistična prostovoljna razkritja. Ker narašča kompleksnost napovedovanja, je možno, da analitiki s potrebo po večjemu dostopu po informacijah s strani vodstva, povečajo optimističnost svojih napovedi in tako ohranjajo dobre odnose z vodstvom podjetja.

Kanagaretnam, Lobo in Mathieu (2004, str. 3) so v svoji študiji podali empirične dokaze za korelacijo med deležem kompenzacij vodstva na podlagi delniških opcij in točnostjo ter pristranskostjo analitikovih napovedi dobičkov za družbe, ki so vključene v indeks S&P 500³⁷ v opazovanem obdobju od 1992 do 2003. Ugotovili so, da se točnost analitikovih

³⁷ Indeks S&P 500 predstavlja 500 delnic z največjo tržno kapitalizacijo, v katerem veliko večino delnic predstavljajo podjetja s sedežem v ZDA. V indeks so vključene delnice vseh najpomembnejših gospodarskih panog, ki kotirajo na obeh največjih ameriških borzah, NYSE in NASDAQ. Indeks izračunavajo od leta 1957.

napovedi dobičkov zmanjšuje oziroma se njihova optimističnost povečuje z naraščanjem deleža kompensacij managerjev v obliki delniških opcij.

4 MOŽNOSTI ZMANJŠANJA PRISTRANSKOSTI PRI NAPOVEDIH DOBIČKOV

Osnovno vodilo regulatorjev pri reševanju problema nekvalitetnih napovedi, ki jih delajo analitiki, bi moralo biti upoštevanje dejavnikov, ki vplivajo na točnost analitikovih napovedi. Na voljo imajo več možnih rešitev z različnimi koristmi in stroški.

Preprosta rešitev bi na primer bila, da bi investitorje opremili z izobraževalnim gradivom, preko katerega bi se investitorji seznanili na kaj morajo biti pozorni pri prebiranju poročil analitikov. Ta možnost je podvržena najmanjšemu tveganju napake zakonodajne oblasti in najmanjšim stroškom tržnih udeležencev, vendar pa obenem prinaša najslabšo potencialno korist investitorjem.

V nadaljevanju magistrskega dela je povzeto, kako obstoječa zakonodaja s področja razkrivanja informacij in konfliktov interesov vpliva na napovedovalni proces analitikov. Avtorji študij na to temo so poskušali ugotoviti, ali je obstoječa zakonodaja učinkovita ali pa so potrebne korenite spremembe na tem področju.

Poleg urejene in učinkovite zakonodaje, ki ureja to področje, obstajajo tudi drugi načini zmanjšanja nekaterih pristranskosti pri napovedih dobičkov. Če uporabljamo konsenz napovedi dobičkov predpostavljamo, da so vse napovedi analitikov enakovredne. Konsenz napovedi je namreč enostavno povprečje napovedi vseh analitikov in ne upošteva pretekle točnosti analitika oziroma drugih dejavnikov, ki vplivajo na kakovost napovedi, kot je na primer starost napovedi. Rešitev, ki se je pojavila na trgu in jo izvaja podjetje StarMine, so prilagojene ocene (angl. *Smart Estimates*), ki dajejo več teže nedavnim napovedim, ki so jih naredili najvišje rangirani analitiki³⁸.

Če se njihova prilagojena ocena prihodnjih dobičkov razlikuje od konsenza napovedi za več kot 2 %, lahko predvidimo presenečenje v objavljenih dobičkih z več kot 70 % stopnjo točnosti. Prilagojene napovedi dobičkov so izdelane v dveh korakih; najprej se izločijo starejše napovedi in napake v podatkih, v drugem koraku pa se preostale napovedi tehtajo glede na analitikovo preteklo točnost. Prilagodili so tudi dolgoročne napovedi rasti dobičkov,

³⁸ Družba StarMine je sicer že leta 2003 prijavila prvi patent za model izdelave prilagojenih napovedi dobičkov, ki je bil sestavljen iz kombinacije izključitvenih dejavnikov in dejavnikov tehtanja. Izključitveni dejavniki se nanašajo na starost napovedi individualnih analitikov in porazdelitev napovedi. Dejavniki tehtanja pa vključujejo preteklo točnost napovedi individualnih analitikov, tempiranje objave ocen, izbor borzno posredniških hiš, izkušnje analitika pri napovedovanju dobičkov za določeno delnico in nekatere druge dejavnike.

ki so pogosto pretirano optimistične. Ugotovili so, da optimizem analitikov večinoma ni naključen, ampak je predvidljiv in je lahko v napovedih sistematično prilagojen. Prilagojene dolgoročne napovedi rasti (angl. *Smart Growth Estimates*) so tako napovedi rasti dobičkov, ki upoštevajo optimizem analitikov in na podlagi prilagoditev izražajo bolj zanesljive mere prihodnje rasti dobičkov podjetij (StarMine Professional, 2009).

4.1 Lahko zakonodaja zmanjša obseg pristranskosti analitikov?

Zacks (2003, str. 36) je mnenja, da obstaja zelo majhna verjetnost, da bi zakonodaja zmanjšala oziroma celo odstranila pristranskosti iz napovedi analitikov. Regulatorji so postali pozorni na dva osnovna tipa pristranskosti v analitikovih ocenah skozi odmeven članek, ki ga je napisala Gretchen Morgenson v časopisu *The New York Times* (Morgenson, 2000). Članek je bil sicer osredotočen na odpor analitikov, da izdajajo priporočila »prodaj«, vendar pa se je dotaknil tudi zaskrbljenosti analitikov, da bi poslabšali odnose z investicijskimi bankirji. Takoj po objavi so k avtorici članka začeli prihajati klici različnih preiskovalnih komitejev ameriškega senata, ki so jih zanimale podrobnosti o pristranskostih analitikov.

Pristranskosti v napovedih dobičkov analitikov so razširjenje tako na *Wall Streetu* kot na drugih trgih in zahtevajo obsežne zakonodajne spremembe, da bi bile lahko zmanjšane. Če sprejete reforme ne bodo dovolj radikalne, bodo analitiki verjetno še naprej pomagali ustvarjati prihodke iz naslova investicijskega bančništva. Trg bo po vsej verjetnosti našel pot, da bodo več plačani tisti analitiki, ki bodo pomagali ustvariti več prihodkov iz investicijskega bančništva. Oziroma kot pravi Laderman, urednik časnika *Business Week*: »Kaj se zgodi, ko pride do konflikta med objektivno analizo in zahtevami investicijskih bankirjev? Tukaj konflikta ni več. Investicijski bankirji so zmagali (Laderman, 1998).«

4.1.1 Uredba o poštenih razkritjih

Analitiki imajo včasih dostop do privatnih informacij o podjetju, ki so lahko relevantne pri napovedovanju prihodnjih dobičkov in lahko vodijo do bistveno boljših napovedi. Seveda lahko pride do konflikta, kdaj privatne informacije postanejo nelegalne notranje informacije. Z namenom zmanjšanja »puščanja« takšnih informacij iz podjetij, je SEC leta 2000 izdal Uredbo o poštenih razkritjih, imenovano tudi *Regulation FD* oziroma *Reg FD*, ki je začela veljati s 23. oktobrom 2000. Uredba prepoveduje podjetjem, da selektivno razkrivajo bistvene informacije o podjetju samo nekaj izbranim analitikom oziroma investitorjem, ki bi posledično imeli možnost bolj dobičkonosnega poslovanja ter informacijsko prednost pred slabše informiranimi investitorji (Regulation FD, 2000).

Kotirajoča podjetja so novice o pomembnih poslovnih rezultatih do začetka veljavnosti uredbe praviloma najprej posredovala borznim hišam ali investicijskim bankam, s katerimi

so bila v poslovnih stikih, s tem pa so druge udeležence trga postavila v neenakopraven položaj. Borzno posredniške hiše, ki so bile v privilegiranem položaju glede pridobivanja informacij so običajno izdajale bolj optimistične napovedi dobičkov za podjetje, da bi dobile še več informacij od vodstva družb.

Uredba narekuje, da ko izdajatelj oziroma oseba, ki daje izjavo v njegovem imenu, razkrije bistvene, nejavne informacije določenim osebam (v splošnem strokovnjakom trga finančnih instrumentov in imetnikom izdajateljevih finančnih instrumentov), ki lahko več kot ostali pridobijo s trgovanjem na osnovi potencialno uporabnih informacij, mora javno razkriti takšne informacije. Čas objave razkritih informacij v javnosti je odvisen od tega, ali je bilo selektivno razkritje informacij namerno ali nenamerno; pri namernem razkritju mora izdajatelj javno razkriti informacije simultano oziroma sočasno, za nenamerno razkritje pa takoj, ko se zave, da je razkrita nejavna informacija bistvena³⁹ (Regulation FD, 2000).

Uredba o poštenih razkritjih je pomembno spremenila tok prehajanja informacij med vodstvom podjetja in finančnimi analitiki. Gintschel in Markov (2004, str. 30) sta dokazala, da je omenjena uredba občutno zmanjšala obseg privatnih informacij, ki jih analitiki dobivajo od vodstev podjetij. Raziskava, ki je bila narejena na vzorcu napovedi dobičkov in priporočil izdanih v obdobju med oktobrom 1999 in oktobrom 2001 je pokazala, da je bil, v obdobju po začetku veljavnosti uredbe, vpliv informacij, ki so prihajale od analitikov, na odziv cen manjši za 32 %. Avtorja pokažeta, da so imele pred uveljavitvijo uredbe, objave informacij s strani analitikov, ki delajo za ugledne borzno posredniške hiše, večji vpliv na ceno delnic kot analitikov manj uglednih borzno posredniških hiš. Po začetku veljavnosti Uredbe o poštenih razkritjih se je razlika v vplivu na ceno delnice med obema skupinama analitikov zmanjšala za 50 % (Gintschel & Markov, 2004, str. 2). Prišla sta do zaključka, da je bila uredba o razkritjih učinkovita pri zmanjšanju selektivnih razkritij.

Tudi Mohanram in Sunder (2006, str. 522) ugotavljata, da so imeli analitiki, ki so pred začetkom veljavnosti Uredbe o poštenih razkritjih imeli preference do nekaterih delnic oziroma boljši dostop do informacij o njih, večjo točnost napovedi dobičkov pred začetkom veljavnosti uredbe kot v obdobju po njem. Avtorja raziskave sta pokazala, da trend pri napovedovanju dobičkov kaže na zanašanje analitikov na samostojno odkrivanje relevantnih informacij, ki bi potencialno lahko vplivale na delnico izdajatelja. Kljub temu puščata odprto vprašanje, če je omenjeno pridobivanje informacij med obema stranema popolnoma izginilo.

Ker Uredba o poštenih razkritjih omejuje dostop do informacij v povezavi s podjetjem, ima lahko tudi škodljive posledice za finančne trge. Analitiki in institucionalni investitorji se morajo namreč zadovoljiti z obsegom informacij, ki jih dobivajo individualni investitorji, saj družbe razkrijejo minimalni obseg informacij. To pa lahko zmanjša učinkovitost trga, saj je

³⁹ Informacija o podjetju je bistvena, če še ni javno razkrita, vendar pa bi ob razkritju imela vpliv na ceno delnice podjetja.

trg najbolj učinkovit, ko so vse informacije predložene. Manjša učinkovitost trga lahko vodi v večjo nestanovitnost trga, kar pomeni večjo nestanovitnost cen delnic (Zacks, 2003, str. 43). Že pred uveljavitvijo uredbe je bilo precej špekulacij o potencialnih učinkih, ki jih bo uredba imela na nivo informacijske asimetrije med analitiki, na točnost napovedi, na razpršenost napovedi, na informativnost napovedi dobičkov in priporočil, na naklonjenost managerjev do poročanja dodatnih relevantnih informacij, na komunikacijo z analitiki, na obliko komunikacije ter na volatilitnost cen delnic.

Agrawal in Chadha (2002, str. 2833) sta preučila vpliv novih pravil, ki jih je prinesla uredba, na številne vidike obnašanja in delovanja finančnih analitikov. Ob preučitvi napovedi dobičkov iz vzorca javnih družb za tri četrletja po začetku veljavnosti uredbe ter za več let pred njeno veljavnostjo, sta avtorja prišla do dveh ključnih ugotovitev. Prvič, da so napovedi dobičkov postale manj točne po začetku veljavnosti zakona, tako tiste s strani individualnih analitikov, kot sam konsenz napovedi dobičkov. Učinek je še posebej opazen v manjših podjetjih, podjetjih, ki jih sledi manj analitikov, podjetjih, ki beležijo izgubo ter tehnoloških podjetjih. Drugič, individualni analitiki so postali bolj razpršeni v svojih napovedih dobičkov po uveljavitvi zakona.

Vpliv analitikovih priporočil in napovedi dobičkov na cene delnic po uveljavitvi uredbe je zanimal tudi Gintschela in Markova. Avtorja zaključita, da je učinek napovedi dobičkov na cene delnic po uredbi nižji za 37 %, učinek priporočil pa je nižji za 27 %. Avtorja menita, da je uredba učinkovita pri preprečevanju selektivnih razkritij ter da so bili managerji res pomemben vir informacij za finančne analitike (Gintschel & Markov, 2004, str. 31).

Bailey, Li, Mao in Zhong (2003, str. 2487) pa opazajo porast v trgovanju⁴⁰, ki ga pripisujejo razlikam v mnenjih po uveljavitvi omenjene uredbe. Sicer so našli dokaze za povečan obseg prostovoljnih razkritij s strani podjetij, vendar pa je porast povezan z informacijami o dobičkih tekočega četrletja. Avtorji zaključijo, da je porast javnih informacij rezultat uredbe. Eleswarapu, Thompson in Venkataraman (2004, str. 223) pa pridejo do drugačnih ugotovitev. Najdejo namreč dokaze, da je po uredbi agregatni tok informacij ostal približno nespremenjen, kljub temu pa se je informacijska asimetrija znižala. Opažajo tudi, da je imela uredba večji vpliv na manjše in manj likvidne delnice podjetij.

4.1.2 Ostale regulatorne spremembe

V letih 2002 in 2003 so regulatorji v ZDA predstavili kar nekaj novih pravil in predpisov, ki so se nanašala na poročila analitikov, ki se soočajo s konfliktom interesov. Eno pomembnejših izboljšanj iz področja zakonodaje v tem obdobju predstavlja Dogovor o poravnavi (angl. »*Global Settlement*«), ki je bil dosežen aprila 2003 med ameriškimi

⁴⁰ Avtorji so v opazovano obdobje vključili četrletje pred uveljavitvijo Uredbe o poštenih razkritjih in tri četrletja po uveljavitvi uredbe.

zakonodajnimi oblastmi in dvanajstimi največjimi investicijskimi bankami⁴¹. Dogovor se nanaša na vzpostavitev ukrepov povezanih z domnevnim problemom konflikta interesov med dejavnostjo raziskovanja (izdelava analiz) in operacijami investicijskega bančništva. Namen dogovora je omejitev tega konflikta z ločitvijo investicijskega bančništva od raziskovalnega oddelka na način, da se prepove nagrajevanje analitikov, ki je osnovano na poslih investicijskega bančništva. Dogovor prav tako zahteva od vodij raziskovalnega oddelka, da se sami odločajo o vseh družbah, ki jih bodo pokrivali, da nudijo poleg lastnih še neodvisne raziskave strankam ter da predložijo k poročilu o določeni delnici tudi zgodovinska priporočila za delnico, ki so jih izdelali analitiki in ciljne cene (Global Settlement, 2003).

Čeprav ima Dogovor o poravnavi direkten vpliv samo na poročila, ki se nanašajo na ameriške delnice, je zelo verjetno, da se njegov vpliv širi na poslovanje vključenih 12 investicijskih bank v tujini. V javnih objavah teh bank je zaslediti, da prostovoljno uporabljajo določila dogovora tudi pri svojem poslovanju v tujini. Goldman Sacks je tako v svojih usmeritvah septembra 2007 zapisal: »Družba se drži Dogovora o poravnavi, ki je stopil v veljavo z oktobrom 2003 na Okrožnem sodišču Združenih držav. Čeprav ni zahtevano, ga družba aplicira tudi na globalni ravni, kot odgovor na omejeno zakonodajo na tem področju zunaj ZDA (Hovakimian & Saenyasiri, 2009, str. 11).« Posreden učinek sprejetih zakonov je tako viden tudi v nekaterih drugih državah. Predlogi novih pravil, ki se nanašajo na reševanje problema konflikta interesov se pojavljajo tudi v Avstraliji, Kanadi, na Japonskem, v Veliki Britaniji, v Hong Kongu in v nekaterih državah Evropske Unije. Hovakimian in Saenyasiri sta pokazala, da je pristranskost napovedi dobičkov po uveljavitvi Dogovora o poravnavi najbolj upadla v državah, kjer so prisotni analitiki 12 investicijskih bank, vključenih v dogovor (Hovakimian & Saenyasiri, 2009, str. 12).

V začetku leta 2002 sta *National Association of Securities Dealers* (NASD) in *New York Stock Exchange* (NYSE) predlagali serijo sprememb pravil z namenom izboljšanja zaupanja investitorjev v finančne trge, ki je bilo omajano predvsem zaradi konflikta interesov med analitiki in oddelkom investicijskega bančništva. Zakona NYSE 472 in NASD 2711 vključujeta več določil, ki se nanašajo na postavitev meje med oddelkom analiz in investicijskega bančništva (Opis zakonodaje, 2003):

- poročila analitikov ne smejo biti predmet pregleda oziroma kontrole zaposlenega iz oddelka investicijskega bančništva in morajo biti vnaprej odobrena s strani nadzornega analitika, ki je sprejemljiv s strani borze,

⁴¹ The Global Settlement je bil sprva objavljen decembra 2002 in je najprej vključeval deset investicijskih bank: Bear Stearns, Citigroup, Credit Suisse First Boston, Goldman Sachs, J.P. Morgan, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Merrill Lynch, UBS in U.S. Bancorp Piper Jaffray. Končni sporazum je bil objavljen aprila 2003, avgusta 2004 pa sta bili dodatno vključeni še dve investicijski banki, Deutsche Bank in Thomas Weisel Partners.

- analitikom je prepovedano pisati poročila, ki bi bila izdelana v prid spodbuditve poslov investicijskega bančništva,
- nagrajevanje analitikov ne sme biti osnovano na specifičnih transakcijah investicijskega bančništva,
- zahteva se razkritje obstoječih oziroma potencialnih konfliktov interesov v podjetju, ki ga analitik pokriva,
- vsaka borzno posredniška hiša mora predložiti v svojem poročilu podatek o porazdelitvi priporočil za delnice, ki jih pokriva; ne glede na sistem ocenjevanja, ki ga borzno posredniška hiša ima, mora razkriti odstotek vseh delnic, ki jih pokriva, ki imajo priporočilo »kupi«, »drži« in »prodaj«.

Dogovor o poravnavi skupaj z zakonoma NASD 2711 in NYSE 472, ki se prav tako navezujeta na ločitev investicijskega bančništva od analitskega oddelka, je glede na raziskave precej vplival na aktivnosti analitikov, saj naj bi napovedi dobičkov in priporočila analitikov po začetku veljavnosti omenjene zakonodaje postali precej manj optimistični (Barber, Lehavy, McNichols & Trueman, 2006, str. 114). Barber in sodelavci (2006) so mnenja, da je NASD 2711, s katerim je postala porazdelitev ratingov borzno posredniških hiš javna, vplival na znižanje razmerja med priporočili »kupi« in »prodaj«. Po uveljavitvi omenjenega zakona, naj bi odstotek priporočil »kupi« padel iz 60 % na 45 %, odstotek priporočil »prodaj« pa narastel iz 5 % na 14 % (Barber et al., 2006, str. 89).

Ker so bili zgoraj omenjeni dogovori vsi sprejeti v relativno kratkem časovnem obdobju, je težko določiti neodvisen učinek posameznega na zmanjšanje pristranskosti v napovedih dobičkov. Njihov glavni namen je bil ponovno vzpostaviti zaupanje javnosti v ameriške kapitalske trge. Izboljšave v ameriški zakonodaji na tem področju so spodbudile tudi nekatere druge regulatorje, da so uvedli podobna pravila. Učinek, ki so ga imeli sprejeti dogovori na kapitalski trg sta preučevala Hovakimian in Saenyasiri (2009). Avtorja ugotavljata, da so bile napovedi dobičkov pred uveljavitvijo Uredbe o poštenih razkritjih preveč optimistične v več državah sveta. Po uveljavitvi Dogovora o poravnavi opažata pomemben padec v pristranskosti napovedi. Pri napovedih dobičkov za naslednje fiskalno leto je napaka v napovedih manjša v 39-ih od 40-ih državah vključenih v vzorec. Povprečna napaka se je znižala iz 3,19 % pred uveljavitvijo Uredbe o poštenih razkritjih na 0,41 % po uveljavitvi Dogovora o poravnavi. Te spremembe so občutne in kažejo na to, da je učinek sprejetih predpisov po svetu močan in prodoren (Hovakimian & Saenyasiri, 2009, str. 3).

Leta 2003 je Ameriški regulator trga finančnih instrumentov predstavil še »*Regulation Analysts Certification*« (v nadaljevanju Reg AC). Uredba daje napotke za pravilno razkritje potencialnih konfliktov interesov, s katerimi se soočajo analitiki na strani prodaj, vključno s povezavami s strankami oddelka investicijskega bančništva in strukturo analitikovega nagrajevanja. Poleg tega se od analitikov zahteva, da nedvoumno razkrijejo, če so prejeli kakršnokoli nagrado povezano z njihovim mnenjem v izdanem poročilu za določeno delnico. Reg AC torej vpliva na večjo odgovornost analitikov glede vsebine napisanih poročil in je še

eden izmed pokazateljev legitimnosti analitikovega poročila (Regulation Analyst Certification, 2003).

Tudi evropski regulatorji so se dotaknili področja konflikta interesov, s katerim se soočajo finančni analitiki. Leta 1999 je Evropska Komisija predstavila Akcijski načrt za finančne storitve (angl. *Financial Services Action Plan*) s ciljem predstavitve integriranega evropskega finančnega trga. Številne direktive so bile sprejete od takrat, med njimi tudi Direktiva 2003/6/EC, ki se nanaša na trgovanje na podlagi notranjih informacij in tržno manipulacijo. Direktiva je znana tudi kot Direktiva o nedovoljenih ravnanjih na trgu kapitala (angl. *Market Abuse Directive*, v nadaljevanju MAD) in je bila sprejeta januarja 2003. Njen namen je onemogočanje selektivnega razkritja informacij, harmonizacija standardov na področju poštene in točne predstavitve informacij in omejitev vzrokov potencialnih konfliktov interesov.

Dubois in Dumontierja (2008) je zanimalo, ali je MAD spremenil distribucijo priporočil, ki jih delajo finančni analitiki v Evropi oziroma ali je vplival na njihovo kredibilnost. Empirični dokazi kažejo, da je bilo samo 2 % priporočil na delnice v Evropi, ki so bila vključena v raziskavo pristranskih zaradi dejavnika konflikta interesov (v primerjavi s 60 % v ZDA). Po uveljavitvi MAD je odstotek priporočil »kupi« upadel samo za 4,5 %, odstotek priporočil »prodaj« pa je narasel za 2 %. Vpliv direktive na institucije, ki se ukvarjajo z investicijskim bančništvom tako ni bil občuten, verjetno tudi zato, ker se na evropskih tleh ta konflikt, v nasprotju z ameriškim trgom, že pred uveljavitvijo zakona ni v veliki meri udeležil⁴² (Dubois & Dumontier, 2008, str. 2).

Avtorja raziskave je tudi zanimalo, ali je ameriška zakonodaja, ki pokriva to področje in je bila sprejeta približno dve leti pred MAD, vplivala tudi na področje evropskih držav in s tem zmanjšala pomembnost uveljavitve MAD. Rezultati so pokazali, da se je porazdelitev v priporočilih evropskih analitikov precej spremenila po začetku veljavnosti ameriških zakonov, ki se nanašajo na pristranskosti analitikov, vendar pa so investitorji reagirali na to spremembo šele po uveljavitvi MAD in ne prej. MAD naj bi torej dosegel svoj namen, vsaj za nekatere investitorje, ker je uskladil priporočila analitikov z njihovim prvotnim namenom. Zaključki raziskave kažejo, da so predpisi posameznih držav iz področja finančnih instrumentov pomembni in nujni, kljub globalizaciji finančnih trgov. Ameriška zakonodaja je sicer imela določen učinek prelitja (angl. *spill over effect*) na priporočila evropskih delnic, saj so ta postala manj optimistična po začetku veljavnosti ameriške zakonodaje, kljub temu pa investitorji niso reagirali na to spremembo do vzpostavitve evropske regulacije (Dubois & Dumontier, 2008, str. 4).

⁴² V Evropi konflikt interesov ne prihaja do izraza v takšni meri kot v ZDA. Število evropskih finančnih institucij, ki so aktivne tako na področju finančnih analiz kot na področju investicijskega bančništva je majhno, evropski analitiki pa se tudi precej razlikujejo od ameriških glede na več dejavnikov, ki so bili že predstavljeni v poglavju 1.5.

4.2 Napovedi prodaje oziroma denarnih tokov podjetij kot dodatek k napovedim dobičkov podjetij

Napovedi dobičkov podjetij, ki jih v poročilu analitika spremljajo še napovedi prodaje, imajo večji vpliv na cene delnic, kot same napovedi dobičkov, saj povečujejo zaupanje v točnost napovedi. Investitorji s pomočjo napovedi prodaje lažje ocenijo verodostojnost ocen dobičkov analitikov, saj je rast prodaje precej bolj obstojen dejavnik uspešnosti poslovanja podjetja kot na primer nižanje stroškov, rast na podlagi prevzemov ali celo sprememba računovodskih usmeritev (Zacks, 2003, str. 93).

Povezavo med vključitvijo napovedi prodaje v analitikovo poročilo in odzivom trga na popravke oziroma objave napovedi dobičkov finančnih analitikov je preučeval Keung, ki meni, da močnejši odziv trga na napovedi dobičkov, ki jih spremljajo še napovedi prodaje, kaže na to, da investitorji vidijo napovedi prodaje kot dodatek v poročilu analitika, ki povečuje kredibilnost napovedi prihodnjih dobičkov (Keung, 2006, str. 1). Avtor tudi ugotavlja, da so dodatne napovedi prodaje povezane z bolj točnimi napovedmi dobičkov, objave dobičkov pa so hitrejše. Napovedi prodaje, kot dodatek k napovedim dobičkov, pogosteje delajo manj izkušeni analitiki, ker bi radi povečali svojo prepoznavnost oziroma bi se radi razlikovali od konkurenčnih analitikov v zgodnejših fazah kariere.

Call, Chen in Tong (2008, str. 1) pa dokažejo, da analitiki, ki v poročilu objavijo tako napovedi dobičkov kot napovedi denarnih tokov podjetja, v primerjavi z analitiki, ki imajo v svojem poročilu samo napoved dobičkov, delajo relativno bolj točne napovedi. Do podobnega zaključka so prišli tudi Pae, Wang in Yoo (2007, str. 1), vendar pa so k tej ugotovitvi dodali, da napovedovanje denarnih tokov ne pripomore občutno k točnosti napovedi dobičkov oziroma so koristi od napovedovanja omejene.

4.3 Potreba po dodatnih raziskavah na področju pristranskosti napovedi dobičkov

Čeprav je veliko dokazov, ki potrjujejo pristranskost napovedi, ki jih delajo finančni analitiki, obsežne raziskave iz tega področja še niso natančno identificirale vseh dejavnikov, ki vodijo analitike v izdelavo pristranskih ocen dobičkov podjetij. Odločitveni proces analitika je namreč precej kompleksen, saj nanj vpliva ogromno število spremenljivk.

Na temo točnosti napovedi kratkoročnih dobičkov in dejavnikov, ki vplivajo nanje je bilo narejenih že veliko raziskav. Prihodnje raziskave pa se bodo verjetno bolj osredotočile tudi na dolgoročne napovedi dobičkov, ki so bile do sedaj zapostavljene, kljub temu, da investitorji dojemajo dolgoročne stopnje rasti kot pomembne za svoje investicijske odločitve, pomembne pa so postale tudi z naraščajočo popularnostjo modela preostalega dobička. Raziskave se bodo tako verjetno osredotočile na povezavo med lastnostmi finančnega

analitika oziroma podjetja in točnostjo napovedi dolgoročnih rasti dobičkov. Zanimivo bo raziskati, ali analitiki, ki delajo bolj točne napovedi kratkoročnih dobičkov, delajo tudi bolj točne dolgoročne napovedi rasti dobičkov (Ramnath et al., 2008, str. 46). Družba StarMine na primer že ponuja informacije o prilagojenih dolgoročnih napovedih rasti dobičkov, ki upoštevajo optimizem analitikov in tako ustvarjajo bolj zanesljive mere prihodnje rasti dobičkov podjetij. Verjetno bo v prihodnosti še več ponudnikov finančnih informacij poskusilo na podoben način vključiti še dodatne spremenljivke, ki bodo prilagodile sicer pristranske dolgoročne napovedi dobičkov podjetij.

V zadnjem obdobju opažamo trend, da so analitiki pred objavami rezultatov podjetij vedno bolj pesimistični v napovedih, najverjetneje z namenom, da podjetje lahko napoved preseže, kar posledično vodi v pozitivna presenečenja v dobičkih. Smiselno bi bilo torej raziskati kakšne spodbude imajo analitiki za takšno ravnanje. Z drugimi besedami, ali imajo mogoče tudi analitiki korist v tej igri manipulacij z dobički (npr. ob večjih skokih cen delnic, ki sledijo večjim dejanskim objavljenim dobičkom glede na konsenz ocene le-teh) ali pa preprosto še vedno niso doumeli manipulacij s strani managementa, ki analitikom pošilja preveč pesimistična navodila, glede prihodnjih obetov podjetja.

Eden izmed najbolj problematičnih dejavnikov, ki vplivajo na finančnega analitika je zagotovo konflikt interesov z oddelkom investicijskega bančništva in z managementom podjetja, ki mu analitik sledi. Tega se zavedajo tudi predlagatelji zakonov in predpisov, kot so na primer Dogovor o poravnavi, NASD 2711 in NYSE 472, ki se nanašajo na ločitev oddelka analiz in oddelka investicijskega bančništva. Nova pravila in zakoni se osredotočajo predvsem na tri stvari: prvič, managerji ne smejo razkriti informacije tretjim osebam, če jo obenem ne razkrijejo vsem udeležencem na trgu; drugič, poročila analitikov morajo vključevati tudi informacije, ki so uporabne pri interpretaciji samega poročila; in tretjič, analitiki morajo razkriti vsako poslovno vez oziroma odnos z družbami, za katera izdajajo priporočila. Sprejeti predpisi so kar precej posegli v svobodo investicijskih bankirjev, da vplivajo na mnenja finančnih analitikov. V nekaterih delih vključujejo še preveč pravnih omejitev, kar bi potencialno lahko vplivalo na pravočasnost izdajanja poročil analitikov. Kljub temu, da zakoni skušajo razmejiti obe dejavnosti, meja med njima tudi ob upoštevanju vseh pravil verjetno ni dovolj jasno začrtana. Zakona NASD 2711 in NYSE 472 tako določata, da nagrajevanje analitika ne sme biti vezano na specifične transakcije investicijskega bančništva (NYSE 472, 2002). To pa ne prepoveduje nagrajevanja, ki je vezano na splošne aktivnosti investicijskega bančništva. Še vedno torej obstajajo možnosti manipulacij, ki bodo morale biti v prihodnosti odpravljene.

Rešitev, ki bi popolnoma eliminirala ta problem je popolna ločitev oddelka raziskav in oddelka investicijskega bančništva. Ker je to dolgotrajen proces, bi bile verjetno potrebne tudi nekatere kratkotrajne rešitve. Kot sem v magistrskem delu že omenila, analitiki sodelujejo tudi v samem prodajnem procesu, ki je povezan z oddelkom investicijskega bančništva, na primer s sodelovanjem v promocijah oziroma predstavitev podjetja, občasno

delajo tudi skrbne preglede podjetja. Analitiku bi se moralo popolnoma prepovedati sodelovanje v prodajnih aktivnostih, pa tudi skrbni pregled podjetja bi moral delati oddelek investicijskega bančništva.

Najbolj neodvisno mnenje bi verjetno imela neodvisna podjetja za raziskavo, ki ne bi imela v svoji dejavnosti niti borznega posredništva niti investicijskega bančništva. Neodvisni analitik se tako ne bi soočal s takšnimi konflikti interesov kot to velja za analitika za potrebe prodaj. Ker pa imajo neodvisna podjetja, ki se ukvarjajo z raziskavami relativno kratko zgodovino, bo za raziskovalce v prihodnosti zelo verjetno zanimivo področje za raziskave prav vprašanje, ali neodvisni analitiki vodijo do boljših in bolj kvalitetnih raziskav.

Konflikt interesov analitika bi morali bolje poznati tudi investitorji in ga upoštevati pri odločitvi, ali bodo sledili nasvetu finančnega analitika. V prihodnosti bi tako moralo biti precej napora vloženega tudi v izobraževanje investitorjev. Četudi NASD 2711 in NYSE 472 v svoja določila vključujeta precej obveznih razkritij s strani borzno posredniških hiš, to investitorju ni v pomoč, če ne razume dobro povezav med analitikom, oddelkom investicijskega bančništva in managementom podjetja, ki mu analitik sledi. Razkritje, da ima borzno posredniška hiša v lasti delnice podjetja oziroma da bo sodelovala pri uvrstiti delnic na borzo, si tako lahko investitor razlaga v smislu, da borzno posredniška hiša verjame v podjetje. Ameriški regulator trga vrednostnih papirjev je sicer na svoji spletni strani že objavil nekaj informacij, ki so namenjene investitorjem, da bi le-ti bolje razumeli konflikt interesov, s katerim se soočajo finančni analitiki (Ameriški regulator trga finančnih instrumentov, 2009). Pomoč investitorjem bi bili lahko tudi ponudniki finančnih informacij, kot je na primer družba *StarMine*, ki v napovedih dobičkov že upošteva starost napovedi in preteklo uspešnost napovedovanja analitika ter daje več teže novejšim napovedim, ki so jih naredili bolj kvalitetni analitiki. V prihodnosti bi lahko različni ponudniki z vključevanjem še več dejavnikov v prilagajanje ocen dobičkov izboljšali pristranske napovedi, s čimer bi bili lahko v veliko pomoč investitorjem.

SKLEP

Na vseh razvitih finančnih trgih igrajo analitiki pomembno vlogo pri zbiranju in analiziranju informacij, ki so pomembne za udeležence na trgu. Napovedi dobičkov, ki jih delajo analitiki so ključni vložek v večino modelov ocenjevanja dolgoročnih sredstev. Postale so tudi sestavni del poročil v finančnem tisku. Navkljub njihovi pomembnosti so ob poku tehnološkega mehurčka leta 2000 kazale največjo zmoto prav napovedi dobičkov in priporočila finančnih analitikov. Še potem, ko se je trg začel potapljati, so nekateri analitiki še vedno držali glavo pokonci in z nasmehom priporočali nakup delnic. Kako je lahko tako veliko »strokovnjakov« na trgu, ki so nagrajeni z velikimi vsotami denarja, pogrnalo vrednosti podjetij praktično brez osnove v nebo? Odgovor leži v komaj opazni, a pomembni spremembi v načinu opravljanja dela in nagrajevanju finančnih analitikov. Navkljub dejstvu,

da se nekateri delniški guruji borzno posredniških hiš v ZDA še vedno imenujejo analitiki, njihovo vsakodnevno delo vključuje vedno manj analitičnega dela in vedno več veččin prodajanja, do česar je pripeljal predvsem razvoj investicijskega bančništva.

Konflikt interesov v povezavi z investicijskim bančništvom nastane zaradi nejasne meje med raziskovalno dejavnostjo oziroma analitiki in dejavnostjo investicijskega bančništva. Do konflikta lahko pride, ko analitik pomaga privabiti oziroma zadržati stranko oddelka investicijskega bančništva ali pa takrat, ko so analitikova plača in bonusi povezani z uspešnostjo oddelka investicijskega bančništva. Analitik je lahko pod velikim pritiskom, saj lahko pesimistično priporočilo, ki ga izda, občutno zniža prihodke oddelka investicijskega bančništva in s tem njegovo plačilo. Nadzorniki trga, predvsem v ZDA, so postali pozorni na ta problem in tako kmalu predstavili več novih pravil in direktiv, katerih namen je bil zatreti negativne učinke konflikta interesov. Več omejitev v zakonodaji na tem področju ima sicer lahko poleg pozitivnih tudi negativne vplive, saj obstaja možnost, da bi več pravil občutno vplivalo na učinkovitost in hitrost objav poročil finančnih analitikov. Možni rešitvi za izdelavo bolj objektivnih poročil sta popolna ločitev oddelka raziskav in oddelka investicijskega bančništva ter neodvisni analitiki. Analitikom za potrebe prodaj finančnih instrumentov bi se moralo prepovedati sodelovanje v prodajnih aktivnostih, ki so povezane z oddelkom investicijskega bančništva, pa tudi nagrajevanje analitikov ne bi smelo biti na noben način povezano z uspešnostjo oddelka investicijskega bančništva.

Na analitika vpliva tudi verodostojnost informacij, ki jih dobiva predvsem od managementa podjetja, ki mu sledi. Nedavne raziskave so našle dokaze, da so analitikove napovedi dobičkov tik pred objavo dejanskih dobičkov rahlo pesimistične, tako, da jih podjetje lahko preseže. Tega problema ni omejila niti Uredba o poštenih razkritjih, ki prepoveduje, da management podjetja razkriva določene informacije samo nekaterim analitikom, zato bi bilo smiselno raziskati dejanske vzroke tega problema. Najverjetneje imajo analitiki spodbude za takšno ravnanje, saj je težko verjeti, da še niso dojel načrtne igre s strani managementa, ki analitike zavaja s preveč konzervativnimi napovedmi glede prihodnosti podjetja.

Bolj bo potrebno raziskati tudi temo dolgoročnih napovedi rasti prihodnjih dobičkov, ki jim analitiki verjetno posvečajo premalo pozornosti. Zanimivo bo videti, ali so analitiki, ki delajo bolj točne napovedi kratkoročnih dobičkov superiorni tudi pri dolgoročnih ocenah, ali pa je prihodnost enostavno preveč negotova, da bi sposobnosti napovedovanja in vsi ostali dejavniki, ki vplivajo na napovedovalni proces analitika lahko imeli vpliv na točnost dolgoročne ocene rasti prihodnjih dobičkov.

V magistrskem delu sem poskušala pokazati, kateri dejavniki vplivajo na odločitveni proces analitika. Na točnost napovedi zagotovo vplivajo lastnosti finančnega analitika, tako njegove osebnostne lastnosti, kot izkušnje ter značilnosti in položaj borzno posredniške hiše, v kateri je zaposlen. Tudi starost izdelane napovedi je pomembna pri objektivni oceni točnosti posameznega analitika.

Odkrivanje informacij, ki določajo cene lastniških vrednostnih papirjev na kapitalskih trgih se zdi zapletena naloga. Analitiki mogoče skupaj držijo ključ do rešitve, vendar pa nihče od njih ne ve, kaj je. Ključ morda leži v načinu, kako trg dobi konsenz iz distribucije obstoječih individualnih napovedi dobičkov analitikov in preučitvi značilnosti informacij, ki so vključene v konsenz. K problemu določitve konsenza so pristopili tudi nekateri ponudniki aplikacij, ki so se začele pojavljati na trgu, saj v konsenzu napovedi dobičkov upoštevajo dejavnike pristranskosti, ki vplivajo na analitika ter starost napovedi. Točnost napovedi je seveda relativen pojem, saj obstajajo nekateri nenamerni, kognitivni dejavniki, ki vplivajo na odločitveni proces analitika, ki jih je praktično nemogoče omejiti. Tudi prihodnost je enostavno preveč nepredvidljiva, da bi jo človek lahko napovedoval. Kljub temu bi se dalo omejiti nekatere vire pristranskosti, ki načrtno prihajajo s strani analitikov in pomembno vplivajo na objektivnost napovedi.

Sprejeta zakonodaja je, vsaj na podlagi nekaterih raziskav precej omejila načrtno pristranskost ocen, ki jih delajo analitiki; vsaj tisti del pristranskosti, ki izvira iz konflikta interesov. Raziskave, ki so preučevale učinke, ki jih ima veljavna zakonodaja na pristranskost napovedi dobičkov so povečini prišle do zaključka, da so bili učinki pozitivni, tako na področju razkritja informacij, kot na področju razmejevanja analitičnega oddelka in oddelka investicijskega bančništva. Kljub tem pozitivnim učinkom sprejeta zakonodaja problema še vedno ni omejila v zadostni meri. Potrebne bodo dodatne raziskave, ki bi preučile tudi vpliv sprejete zakonodaje na nagrajevanje analitikov, ki je osnovano na poslih investicijskega bančništva.

Glede na to, da tako investitorji kot regulatorji posvečajo vse več pozornosti napovedim analitikov, bi lahko v prihodnosti pričakovali še dodatno izboljšanje v točnosti napovedi dobičkov. Poleg potrebnih izpopolnitev zakonodaje na tem področju, si lahko pomagajo tudi sami uporabniki napovedi dobičkov oziroma investitorji z dobrim poznavanjem dejavnikov, ki vplivajo na pristranskost napovedi dobičkov. Ker je spremljanje teh dejavnikov zahteven proces, ki zahteva poleg znanja tudi obsežno bazo podatkov, bi lahko to delo prevzeli razni ponudniki finančnih informacij, ki bi poleg običajnih konsenzov napovedi dobičkov delali tudi prilagojene napovedi, ki bi upoštevale vzroke pristranskosti analitikov. Možnih rešitev, ki bi prispevale k manj pristranskim napovedim dobičkov, je torej kar nekaj. Čas pa bo pokazal, katere izmed njih bodo prešle v prakso.

LITERATURA IN VIRI

- 1) Abdolmohammadi, M., & Wright, A. (1987). An Examination of the Effects of Experience and Task Complexity on Audit Judgments. *The Accounting Review*, 62(1), 1-13.
- 2) Agrawal, A., & Chadha, S. (2002). *Who is Afraid of Reg FD? The Behavior and Performance of Sell-Side Analysts Following the SEC's Fair Disclosure Rules*. AFA

- 2003 *Washington, DC Meetings Paper*. Najdeno 8. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://bama.ua.edu/~aagrawal/regfd.pdf>.
- 3) *Ameriški regulator trga finančnih instrumentov*. (2009). Najdeno 28. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/securitiesanalysts.htm>.
 - 4) Asquith, P., Mikhail, M. B., & Au, A. S. (2002). Information content of equity analyst reports. Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w9246.pdf>.
 - 5) Bagella, M., Becchetti, L., & Ciciretti R. (2004). *The earnings forecast bias: a comparative analysis on US and Eurozone stock markets*. Najdeno 29. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.atl-res.com/finance/Ciciretti.pdf>.
 - 6) Bagnoli, M., Watts, S. G., & Zhang, Y. (2007). *Reg FD and the Competitiveness of All-Star Analysts*. Najdeno 13. oktobra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=874761.
 - 7) Bailey, W., Li, H., Mao, C., & Zhong, R. (2003). Regulation Fair Disclosure and earnings information: Market, analyst and corporate responses. *Journal of Finance*, 63(6), 2487-2514.
 - 8) Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6, 159-178.
 - 9) Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B. (2001). Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns. *The Journal of Finance*, 56 (2), 531-563.
 - 10) Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., & Trueman, B. (2006). Buys, holds, and sells: The distribution of investment banks' stock ratings and the implications for the profitability of analysts' recommendations. *Journal of Accounting and Economics*, (41), 87-117.
 - 11) Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, (49), 307-343.
 - 12) Barefield, R., & Comiskey, E. (1975). The Accuracy of Analysts' Forecasts of Earnings Per Share. *Journal of Business Research*, 3, 241-252.
 - 13) Barron, O. (1995). Trading volume and belief revisions that differ among individual analysts. *The Accounting Review*, (70), 581-597.
 - 14) Bartov, E., & Bodnar G. (1996). Alternative Accounting Methods, Information Asymmetry and Liquidity: Theory and Evidence. *The Accounting Review*, 71 (3), 397-418.
 - 15) Bartov, E., Givoly, D., & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, (33), 173-204.
 - 16) Benesh, G., & Peterson, P. (1986). On the Relation between Earnings Changes, Analysts' Forecasts and Stock Price Fluctuations. *Financial Analysts Journal*, 42 (6), 29-39.
 - 17) Bernard, V. (1992). *Stock Price Reactions to Earnings Announcements: A Summary of Recent Anomalous Evidence and Possible Explanations*. Najdeno 8. novembra 2009 na

- spletnem naslovu <http://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/2027.42/35405/2/b1658141.0001.001.pdf>.
- 18) Bernhardt, D., & Kutsoati, B. (2001). *Analyst compensation and forecasts: theory, tests and evidence*. Najdeno dne 13. novembra 2009 na spletnem naslovu <https://www.business.uiuc.edu/finance/papers/2001/bernhardt.pdf>.
 - 19) Bernhardt, D., Campello, M., & Kutsoati, B. (2004). *Who herds?* Najdeno 13. novembra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304723.
 - 20) Bolliger, G. (2003a). The characteristics of individual analysts' forecasts in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 28 (9), 2283-2309.
 - 21) Bolliger, G. (2003b). *On The Properties of Financial Analyst Earnings Forecasts: Some New Evidence*. Najdeno 10. novembra 2009 na spletnem naslovu <http://www2.unine.ch/webdav/site/iaf/shared/documents/BolligerGuido.pdf>.
 - 22) Botosan, C., & M. Harris. (2000). Motivations for a change in disclosure frequency and its consequences: an examination of voluntary quarterly segment disclosures. *Journal of Accounting Research*, 38(2), 329-353.
 - 23) Bowen, R. M., Davis, A. K., & Matsumoto, D. A. (2002). Do Conference Calls Affect Analysts' Forecasts? *The Accounting Review*, 77 (2), 285-316.
 - 24) Brown, L., & Rozeff, M. (1978). The Superiority of Analyst Forecasts as Measures of Expectations: Evidence from Earnings. *Journal of Finance*, 33 (1), 1-16.
 - 25) Brown, L. D., Hagerman, R., Griffin, P. A., & Zmijewski, M. (1986). Security Analyst Superiority Relative to Univariate Time-Series Models in Forecasting Quarterly Earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 9 (1), 1-27.
 - 26) Brown, L. (1997). Analyst forecasting errors: Additional evidence. *Financial Analysts Journal*, 53 (6), 81-88.
 - 27) Brown, L. (1998). *Managerial Behavior and the Bias in Analysts' Earnings Forecasts*. Najdeno dne 13. novembra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=113508.
 - 28) Brown, L. (2001a). A temporal analysis of earnings surprises: profits and losses. *Journal of Accounting Research*, 39 (2), 221-241.
 - 29) Brown, L. (2001b). How Important Is past Analyst Forecast Accuracy? *Financial Analysts Journal*, 57 (6), 44-49.
 - 30) Brown, L., & Hugon, A. (2008). Team Earnings Forecasting. *Review of Accounting Studies*, Forthcoming. Najdeno na spletnem naslovu dne 28.9.2009 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=755824.
 - 31) Bruce, B. (2002). Stock Analysts: Experts on Whose Behalf? *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 3 (4), 198-201.
 - 32) Butler, M., Kraft A. G., & Markov, S. (2007). *On the Weighting of Individual Analyst Forecasts in the Consensus*. Najdeno dne 13. novembra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1001523.
 - 33) Call, A. C., Chen, S., & Tong, Y. H. (2008). *Disaggregation vs. aggregation: Are earnings forecasts accompanied by cash flow forecasts more accurate?* Najdeno 18.

- septembra 2009 na spletnem naslovu <http://accounting.wharton.upenn.edu/rast/Conference2008/papers/CallChenTong.pdf>.
- 34) Chan, L., Karceski, J., & Lakonishok, J. (2003). The Level and Persistence of Growth Rates. *The Journal of Finance*, 58 (2), 643-684.
 - 35) Chen, Q., Francis, J., & Jiang, W. (2005). Investor learning about analyst predictive ability. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 3-24
 - 36) Choi, S. J. *The problems with analysts*. (2007). Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.law.ua.edu/lawreview/articles/Volume%2059/Issue%201/Choi.pdf>.
 - 37) Chopra, V. (1998). Why so Much Error in Analysts' Earnings Forecasts? *Financial Analysts Journal*, 54 (6), 35-42.
 - 38) Chung K., & Jo, H. (1996). The Impact of Security Analyst's Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31 (4), 493-512.
 - 39) Clarke, J., & Subramanian, A. (2005). *Dynamic forecasting behavior by analysts: Theory and evidence*. Najdeno 28. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.rmi.gsu.edu/Faculty/papers/subramanian/DynamicForecastingBehavior.pdf>
 - 40) Clement, M. (1999). Analyst forecast accuracy: do ability, resources, and portfolio complexity matter? *Journal of Accounting and Economics*, 27 (3), 285-303.
 - 41) Clement M., & Tse, S. (2005). Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting. *Journal of Finance*, 60 (1), 307-341.
 - 42) Cooper, R., Day, T., & Lewis, C. (1999). *Following the Leader: A Study of Individual Analysts Earnings Forecasts*. Najdeno 28. julija 2009 na spletnem naslovu <http://www2.owen.vanderbilt.edu/fmrc/pdf/98-10.pdf>.
 - 43) Cotter, J., Tuna, I., & Wysocki, P. (2005). Expectations Management and Beatable Targets: How Do Analysts React to Explicit Earnings Guidance? *Contemporary Accounting Research*, 23 (3), 1-43.
 - 44) Cragg, J. G., & Malkiel, B. (1968). The Consensus and Accuracy of Some Predictions of the Growth of Corporate Earnings. *The Journal of Finance*, 23 (1), 67-84.
 - 45) Crichfield, T., Dyckman, T., & Lakonishok J. (1978). An Evaluation of Security Analysts' Forecasts. *The Accounting Review*, 53 (3), 651-668.
 - 46) Damodaran, A. (2004). *Investment fables: exposing the myths of "can't miss" investment strategies*. B.k.; Financial Times Prentice Hall, FT Press.
 - 47) Damodaran, A. (2008). *The Origins of Growth: Past Growth, Predicted Growth and Fundamental Growth*. Najdeno 29. junija 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1162883.
 - 48) Das, S., Levine, C., & Sivaramakrishnan, K. (1998). Earnings Predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts. *The Accounting Review*, 73 (2), 277-294.
 - 49) Davies, G. (2008). *The Psychology of Financial Decision Making*. Najdeno 29. junija 2009 na spletnem naslovu <http://www.barclayswealth.com/Images/Behavioural-Finance-psychology-financial-decision-making.pdf>.

- 50) Dechow, P.M., Hutton, A. P., & R.G. Sloan. (1999). *The Relation Between Analysts' Forecasts of Long-Term Earnings Growth and Stock Price Performance Following Equity Offerings*. Najdeno 22. oktobra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168488.
- 51) Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. Earnings Management to Exceed Thresholds. (1999). *The Journal of Business*, 72 (1), 1-34.
- 52) Dichev, I. D., & Wei Tang, V. (2008). *Earnings Volatility and Earnings Predictability*. Najdeno 12. junija 2009 na spletni strani http://www9.georgetown.edu/faculty/wt29/Research/EVEP%20paper%20February%202008_0215.pdf.
- 53) Diether, K., Malloy, C., & Scherbina, A. (2002). Differences of opinion and the cross section of stock returns. *Journal of Finance*, 57, 2113-2141.
- 54) Doorley, J., & Garcia, H. F. (2006). *Reputation management: the key to successful public relations and corporate communication*. B.k.; CRC Press.
- 55) Dossou F., Lardic, S., & Michalon, K. (2008). Can earnings forecasts be improved by taking into account the forecast bias? *Economics Bulletin*, 7 (11), 1-20.
- 56) Dreman, D., & M. Berry. (1996). Analyst Forecasting Errors and Their Implications for Security Analysis. *Financial Analysts Journal*, 52 (1), 30-41.
- 57) Dubois, M., & Dumontier, P. (2008). *Regulating the Financial Analysis Industry: Is the European directive effective?* Najdeno 14. septembra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1099081.
- 58) Eames, M., Glover, S. M., & Kennedy, J. J. (2005). *Recommendations as a Source of Bias in Analysts' Earnings Forecasts*. Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.scu.edu/business/faculty/research/2004-05-papers/upload/eames-wp15-2005.pdf>.
- 59) Eleswarapu, V., Thompson, R., & Venkataraman, K. (2004). The impact of Regulation Fair Disclosure: Trading costs and information asymmetry. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(2), 209-225.
- 60) Elton, E. J., Gruber, M. J., & Grossman, S. (1986). Discrete Expectational Data and Portfolio Performance. *The Journal of Finance*, 41 (3), 699-714.
- 61) Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1999). *Investments: Portfolio theory and asset pricing*. B.k.; MIT Press.
- 62) *Financial I/B/E/S*. (2009). Najdeno 16. oktobra 2009 na spletnem naslovu http://thomsonreuters.com/products_services/financial/financial_products/investment_management/market_data_content/ibes.
- 63) Fortin, R., & Michelson, S. (2006). *The Earnings Forecasts Accuracy of Financial Analysts who are CFA Charterholders*. Najdeno 26. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.iinews.com/site/pdfs/JOI_fall_2006_CFA.pdf.
- 64) Fortin, R., Gilkeson, J., & Michelson, S. (2008). Are Experienced Analysts More Accurate? *Journal of Business & Economics Research*, 6 (8), 53-64.
- 65) Fox, J. (1997, 31. marec). *Learn to Play the Earnings Game (and Wall Street will Love you)*. Objavljeno v časopisu *Fortune*. Najdeno 20. oktobra 2009 na spletnem naslovu:

http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1997/03/31/224039/index.htm.

- 66) Fried, D., & Givoly, D. (1982). Financial analysts' forecasts of earnings: A better surrogate for market expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 4 (2), 85-107.
- 67) Gintschel, A., & S. Markov. (2004). The effectiveness of Regulation FD. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 1-31.
- 68) Gleason, C., & Lee C. (2003). Analyst Forecast Revisions and Market Price Discovery. *The Accounting Review*, 78 (1), 193-225.
- 69) *Global Settlement*. (2003). Najdeno 21. oktobra 2009 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/news/press/2003-54.htm>.
- 70) Graham, J. (1999). Herding among Investment Newletters: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 54 (1), 237-268.
- 71) Graham, J., & Campbell, H. (2002). How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? *The Journal of Applied Corporate Finance*, 15 (1), 8-23.
- 72) Guay, W.R., Haushalter, D., & Minton, B.A. (2003). *The influence of corporate risk exposures on the accuracy of earnings forecasts*. Najdeno 28. septembra 2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=375740.
- 73) Guttman, I. (2008). *The Timing of Analysts Earnings Forecasts*. Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=733905.
- 74) Hansen, R. S., & Sarin, A. (1998). *Are Analysts Over-Optimistic Around Seasoned Equity Offerings*. Najdeno 29. septembra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=140435.
- 75) Harris, R. (1999). The Accuracy, Bias and Efficiency of Analysts' Long Run Earnings Growth Forecasts. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26, 725-755.
- 76) Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 1-39.
- 77) Ho, M., & Harris, R. (1998). Market Reactions to Messages from Brokerage Ratings Systems. *Financial Analysts Journal*, 54 (1), 49-57.
- 78) Hong H., Kubik, J., & Solomon, D. (2000). Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts. *Rand Journal of Economics*, 31, 121-144.
- 79) Hong, H., & Kubik, J. (2003). Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts. *The Journal of Finance*, 58 (1), 313-351.
- 80) Hong, H. (2004). *Seeing through the Seers of Wall Street: Analysts' Career Concerns and Biased Forecasts*. Najdeno 29. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.princeton.edu/~hhong/seers.pdf>.
- 81) Hovakimian, A. G., & Saenyasiri, E. (2009). *U.S. Analyst Regulation and the Earnings Forecast Bias Around the World*. Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1149443.
- 82) Imhoff, E., & Lobo G. (1984). Information Content of Analysts' Composite Forecast Revisions. *Journal of Accounting Research*, 22 (2), 541-554.

- 83) Jacob, J., & Neale, M. (1997). *Experience, Expertise and the Forecasting Performance of Security Analysts*. Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=54681.
- 84) Jacob, J., Lys, T., & Neale, M. (1999). Expertise in forecasting performance of security analysts. *Journal of Accounting and Economics*, 28, 51-82.
- 85) Johnson, T. (2004). Forecast dispersion and the cross section of expected returns. *Journal of Finance*, 59, 1957-1978.
- 86) Jung, B. P., & Yang, S. (2008). *The Existence and Value-Relevance of Financial Analysts' Long-term Growth Forecasts*. *McCombs Research Paper*. Najdeno 28. junija 2009 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=1270842>.
- 87) Kahneman, D., & Lovallo, D. (1993). Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking. *Management Science*, 39 (1), 17-31.
- 88) Kanagaretnam, K., Lobo G. J., & Mathieu R. (2004). *CEO Compensation Mix and Analysts Forecast Accuracy and Bias*. Najdeno 29. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://www.wlu.ca/documents/306/speaker_abstract_oct15_04.pdf.
- 89) Ke, B., & Yu, Y. (2006). *The Effect of Issuing Biased Earnings Forecasts on Analysts' Access to Management and Survival*. Najdeno 1. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=521447.
- 90) Keane, M. P., & Runkle, D. E. (1998). Are Financial Analysts' Forecasts of Corporate Profits Rational? *The Journal of Political Economy*, 106 (4), 768-805.
- 91) Keung, E. C. (2006). *Do Supplementary Sales Forecasts Increase the Credibility of Financial Analysts' Earnings Forecasts?* Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu www.afaanz.org/openconf/afaanz/paper.php?p=93.pdf.
- 92) Kim, O., & Verrecchia, R. (1991). Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements. *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 302-321.
- 93) Kim, Y., & Song, M. (2009). *The Timing of Forecast Revision, the Sources of Value in Analysts' Earnings Forecasts, and Analyst Characteristics*. Najdeno 13. novembra 2009 na spletnem naslovu http://www.fma.org/Reno/Papers/Revision_Timing-complete_paper.pdf.
- 94) Kuperman, J., Athavale M., & Eisner, A. (2003). Financial analysts in the media: Evolving roles and recent trends. *American Business Review*, 21 (2), 74-80.
- 95) Kwag, S. W. (2006). Shareholder Protection And Forecast Bias. *Journal of Applied Business Research*, 22 (2), 39-48.
- 96) Laderman, J. M. (1998, 8. oktober). Wall Street's Spin Game. Objavljeno v časopisu *Business Week*. Najdeno 20. junija 2009 na spletnem naslovu: <http://www.businessweek.com/1998/40/b3598008.htm>.
- 97) Lamont, O.A. (2002). Macroeconomic forecasts and microeconomic forecasters. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 48, 265-280.
- 98) Lang, M., & Lundholm, R. (1996). Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review*, 71 (4), 467-492.
- 99) Leone, A. J., & Wu, J. S. (2007). What Does it Take to Become a Superstar? Evidence from Institutional Investor Rankings of Financial Analysts. *Simon School of Business*

- Working Paper No. FR 02-12*. Najdeno 29. avgusta 2009 na spletnem mestu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=313594.
- 100) Lim, T. (2001). Rationality and Analysts' Forecast Bias. *The Journal of Finance*, 56 (1), 369-385.
 - 101) Lin, H., & McNichols, M. (1998). Underwriting relationships and analysts' forecasts and investment recommendations. *Journal of Accounting and Economics*, 25, 101-127.
 - 102) Macfarquar, C., & Tooley, S. (2009). Business reporting: financial analysts expectations for management disclosures. *New Zealand Journal of Applied Business Research*, 7(1), 1-23.
 - 103) Michaely, R., & Womack, K. L. (1999). Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations. *The Review of Financial Studies*, 12 (4), 653-686.
 - 104) Michaely, R., & Womack, K. L. (2002). *Brokerage Recommendations: Stylized Characteristics, Market Responses, and Biases*. Najdeno 16. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://elvis.sob.tulane.edu/Documents/Gmgt626/MichaelyWomack.pdf>.
 - 105) Mikhail, M., Walther, B., & Willis, R. (1997). Do security analysts improve their performance with experience? *Journal of Accounting Research*, 35, 131-157.
 - 106) Mohanram, P., & Sunder S. V. (2006). How has Regulation FD Affected the Operations of Financial Analysts? *Contemporary Accounting Research*, 23 (2), 491-525.
 - 107) Montier, J. (2005). *Seven Sins of Fund Management*. Najdeno 29. avgusta 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=881760.
 - 108) Morgenson, G. (2000, 31. december). How Did So Many Get It So Wrong? Objavljeno v časopisu *The New York Times*. Najdeno 28. avgusta 2009 na spletnem naslovu (<http://www.nytimes.com/2000/12/31/business/how-did-so-many-get-it-so-wrong.html?scp=116&sq=GRETCHEN+MORGENSON&st=nyt>).
 - 109) Moyer, C., Chatfield, R., & Sisneros, P. (1989). Security Analyst Monitoring Activity: Agency Costs and Information Demands. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24 (4), 503-512.
 - 110) Myring, M., & Wrege, W. (2009). Analyst's Earnings Forecast Accuracy and Activity: A Time-Series Analysis. *Journal of Business & Economics Research*, 7 (5), 87-96.
 - 111) Nocera, J. (2005, 1. oktober). A Skeptic Who Merits Sketicism. Objavljeno v časopisu *The New York Times*. Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9B0DEED61330F932A35753C1A9639C8B63&sec=&spon=&pagewanted=all>.
 - 112) O'Brien. (1988). Analysts' forecasts as earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 10, 53-83.
 - 113) Olsen, R. (1996). Implications of Herding Behavior for Earnings Estimation, Risk Assessment, and Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 52 (4), 37-41.
 - 114) Opisi poklicev, Finančni analitik. (2009). Najdeno 28. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.ess.gov.si/slo/NCIPS/OpisiPoklicev/FinancniAnalitik.pdf>.

- 115) Opisi zakonodaje, NYSE 472 in NASD 2711. (2003). Najdeno 27. septembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/rules/sro/34-48252.htm>.
- 116) Pae, J., Wang, S., & Yoo, C. (2007). *Do Analysts Who Issue Cash Flow Forecasts Predict More Accurate Earnings?* Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929478.
- 117) Park, C., & Stice, E. (2000). Analyst Forecasting Ability and the Stock Price Reaction to Forecast Revisions. *Review of Accounting Studies*, 5, 259-272.
- 118) Peterson Drake, P., & Fabozzi, F. (2006). *Analysis of financial statements*. B.k.; Wiley.
- 119) Ramnath, S., Rock, S., & Shane, P. (2008). *A Review of Research Related to Financial Analysts' Forecasts and Stock Recommendations*. Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=848248.
- 120) *Regulation FD*. (2000). Najdeno 28. avgusta 2009 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>
- 121) *Regulation Analyst Certification*. (2003). Najdeno 22. Decembra 2009 na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/rules/final/33-8193.htm>.
- 122) Richardson, S., Hong Teoh, S., & Wysocki, P. (1999). *Tracking Analysts' Forecasts over the Annual Earnings Horizon: Are Analysts' Forecasts Optimistic or Pessimistic?* Najdeno 28. junija 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=168191.
- 123) Richardson, S., Hong Teoh, S., & Wysocki, P. (2004). The Walk-Down to Beatable Analyst Forecasts: The Role of Equity Issuance and Insider Trading Incentives. *Contemporary Accounting Research*, 21 (4), 885-924.
- 124) Scharfsein, D., & Stein J. (1990). Herd Behavior and Investment. *American Economic Review*, 80, 465-479.
- 125) Shefrin, H. (2002). *Beyond greed and fear: understanding behavioral finance and the psychology of investing*. B.k.; Oxford University Press US.
- 126) Shim, J. K. (2000). *Strategic business forecasting: the complete guide to forecasting real world company performance*. B.k.; CRC Press.
- 127) Sinha, P., Brown, L., & Somnath D. (1997). A Re-Examination of Financial Analysts' Differential Earnings Forecast Accuracy. *Contemporary Accounting Research*, 14(1), 1-42.
- 128) Sougiannis, T., & Yaekura, T. (2000). *The accuracy and bias of equity values inferred from analysts' earnings forecasts*. Najdeno 28. junija 2009 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=253033.
- 129) *StarMine Professional*. Najdeno 1. decembra 2009 na spletnem naslovu http://www.starmine.com/index.phtml?page_set=sm_products&sub_page_set=sm_professional&topic=analytical.
- 130) Statman, M. (1999). Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements. *Financial Analysts Journal*, 55 (6), 18-27.
- 131) Stickel, S. (1990). Predicting Individual Analyst Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 28 (2), 409-417.

- 132) Stickel, S. (1992). Reputation and performance among security analysts. *Journal of Finance*, 47(5), 1811-1836.
- 133) Trueman, B. (1994). Analyst Forecasts and Herding Behavior. *The Review of Financial Studies*, 7 (1), 97-124.
- 134) Vander Weide, J., & Carleton, W. (1988). *Investor growth expectations: Analysts vs. history Analysts' growth forecasts dominate past trends in predicting stock prices.* Najdeno 28. septembra 2009 na spletnem naslovu http://psc.ky.gov/pscecf/2004-00103/15800_efs/06282004/KAW_R_PSCDR2%238a_attachment1_062804.pdf.
- 135) Zacks, M. (2003). *Ahead of the Market: The Zacks Method for Spotting Stocks Early - In Any Economy.* B.k.; HarperCollins.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: TERMINOLOŠKI SLOVAR	1
--------------------------------------	---

Priloga 1: TERMINOLOŠKI SLOVAR

Angleški izraz	Prevod v slovenščino
basic earnings per share	neprilagojeni dobiček na delnico
buy/hold/sell recommendation	priporočilo »kupi«/ »drži«/ »prodaj«
buy-side analyst	analitik za potrebe nakupov finančnih instrumentov
conscious actions	zavestni dejavniki
consensus	konsenz
diluted earnings per share	prilagojeni dobiček na delnico
earnings surprise	objava dejanskega dobička podjetja, ki presega napovedi analitikov
Financial Services Action Plan	akcijski načrt za finančne storitve
free-rider problem	problem zastonjkarstva
Global Settlement	Dogovor o poravnavi
initial public offering	prva javna izdaja finančnih instrumentov
lagged effect	zakasneli učinek
learning by doing	aktivno učenje
Market Abuse Directive	Direktiva o nedovoljenih ravnanjih na trgu kapitala
meeting analyst's expectations	prag konsenza napovedi dobičkov analitikov
neglect effect	učinek zapostavljanja
post announcement drift	podogodkovni trend
price-to-book ratio	mnogokratnik knjigovodske vrednosti
price-to-earnings ratio	mnogokratnik čistega dobička
processing biases	procesne pristranskosti
proxy by mail	pooblaščen zastopnik
Regulation Fair Disclosure	Uredba o poštenih razkritjih
reporting earnings that are above zero	prag izogibanja izgubi
reputational herding model	model čredenja na osnovi ugleda vodilnih analitikov
road show	promocija oziroma predstavitev podjetja potencialnim investitorjem
seasoned equity offering	nadaljnja izdaja finančnih instrumentov
sell-side analyst	analitik za potrebe prodaj finančnih instrumentov
Smart Estimates	prilagojene napovedi dobičkov, ki jih izdeluje družba StarMine
Smart Growth Estimates	prilagojene dolgoročne napovedi rasti, ki jih izdeluje družba StarMine
spill over effect	učinek prelitja
super star analyst	najvišje rangiran analitik
sustaining recent performance	prag dobičkov primerjalnega četrtertletja prejšnjega leta
to manipulate earnings or to manage earnings	uravnavati dobičke
U.S. Securities and Exchange Commission	Ameriški regulator trga finančnih instrumentov
underwriter	prevzemnik primarne izdaje finančnih instrumentov
whisper estimates	prišepetajoče ocene oz. neuradne napovedi dobičkov najboljših podjetij na borzi