UNIWERSYTET GDANSKI
RPW/30405/2019
Data:2019-07-15

Szczecin, dnia 26-06-2019 r.

dr hab. Marek Kunasz, prof. US
Katedra Zarządzania Kapitałem Ludzkim
Uniwersytet Szczeciński

RECENZJA

rozprawy doktorskiej Pana mgra Rafała Janika pt. „Rola rekomendacji giełdowych w kształtowaniu cen akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie" napisanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Leszka Czerwonki, prof. UG

Rekomendacje giełdowe stanowią integralny i kluczowy element obiegu informacji na światowych rynkach giełdowych od wielu lat. Ich znaczenie na światowym i polskim rynku giełdowym rośnie wraz z rozwojem nowoczesnych form dystrybucji informacji, zwiększa się bowiem krąg potencjalnych odbiorców tego typu informacji oraz grono instytucjonalnych autorów tego typu opracowań.

Badania nad wpływem rekomendacji na kształtowanie się cen akcji dostarczają niezwykle ważnej wiedzy o stopniu efektywności rynku giełdowego, pozwalają bowiem na przyporządkowanie analizowanego rynku do określonej kategorii efektywności. W kontekście rosnącego wpływu informacji dystrybuowanych w ramach rekomendacji na decyzje inwestycyjne rzesz uczestników rynku giełdowego ogromnego znaczenia nabiera także kwestia badań nad jakością oferowanych przez instytucje rekomendujące produktów. Kluczowymi aspektami oceny w tym kontekście wydają się kwestie poprawności metodycznej oraz matematycznej stosowanych rozwiązań analitycznych. Badania w powyższym zakresie mają stosunkowo krótką historię. W Polsce pierwsze prace na ten temat zostały opublikowane w początkach XXI wieku.

W powyższym kontekście waga problematyki podjętej przez Autora w recenzowanej rozprawie jest ze wszech miar uzasadniona. Problematyka ta jest niezwykle aktualna i niezmiernie ważna zarówno z punktu widzenia teorii ekonomii, jak i praktyki gospodarczej. Dlatego z uznaniem przyjąłem pracę naukową podejmującą wspomnianą problematykę.

Zasadniczym celem jaki postawił sobie Autor rozprawy było określenie wpływu, jaki rekomendacje giełdowe wywierają na kształtowanie cen na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dla realizacji powyższego celu przyjęto w rozprawie następujące dwie główne hipotezy badawcze:

- H1: publikacja rekomendacji giełdowych w istotny statystycznie sposób wpływa na ceny akcji rekomendowanych spółek.
- H2: wpływ rekomendacji giełdowych na kształtowanie cen akcji rekomendowanych spółek uzależniony jest od ich jakości.

Zarówno cel badań, jak i wyprowadzone z niego hipotezy badawcze są merytorycznie istotne i poprawnie sformułowane.

Postawionym założeniom badawczym pracy została podporządkowana jej struktura. Zachowuje ona wewnętrzną spójność i logiczne następstwo. Struktura całej rozprawy jest logiczna i odpowiada realizacji zamierzonego celu pracy oraz weryfikacji przyjętych hipotez badawczych. Rozprawa składa się ze wstępu, czterech rozdziałów (w tym dwóch teoretycznych i dwóch empirycznych), podsumowania, bibliografii, indeksów tabel i rycin oraz aneksu statystycznego. Maszynopis rozprawy obejmuje 204 strony. W pracy wykorzystano 81 źródeł (w większości były to źródła obcojęzyczne). Literatura obejmuje problematykę ściśle związaną z tematyką recenzowanej pracy, jest efektem dobrze przeprowadzonej kwerendy. Spis rycin i tabel obejmuje odpowiednio 42 i 50 pozycji w zestawieniu.

Dwa pierwsze rozdziały mają charakter teoretyczny. W pierwszym rozdziale Autor dokonał przeglądu badań (realizowanych na rynkach zagranicznych i rynku polskim) nad wpływem rekomendacji giełdowych na proces kształtowania cen akcji spółek giełdowych oraz jakością rekomendacji giełdowych w kontekście hipotezy rynku efektywnego (w tym jej krytyki). W rozdziale drugim Autor skupił się na techniczno-prawnych aspektach przygotowania rekomendacji giełdowych. Przeprowadził także analizę rekomendacji giełdowych wydawanych dla spółek notowanych na polskim rynku giełdowym w perspektywie przyjętego horyzontu czasowego badań.

Z punktu widzenia tematu pracy najistotniejsze są dwa kolejne rozdziały, w których Autor zaprezentował wyniki badań empirycznych zrealizowanych na próbie 520 rekomendacji giełdowych wydanych dla spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wchodzących w skład indeksu sWIG80 w okresie od 1 stycznia 2014 r. do 30 września 2016 r. Logika rozdziałów empirycznych podporządkowana została

strukturze przyjętych w pracy hipotez badawczych. Każdy z rozdziałów prezentuje argumenty na rzecz weryfikacji danej hipotezy badawczej, zawiera notkę metodyczną oraz prezentuje wnioski (wraz z rozliczeniem się przez Autora z rozważaną hipotezą główną i hipotezami cząstkowymi). W rozdziale trzecim analizy odbywały się na próbie 339 rekomendacji giełdowych, po ich redukcji w stosunku do stanu wyjściowego, w rozdziale czwartym analizom poddano dane z pełnej próby.

W zakończeniu Autor zaprezentował syntezę uzyskanych wyników badań, które pozwoliły na osiągnięcie celów pracy, odniósł się także do postawionych hipotez badawczych.

Praca dostarcza wieloaspektowej wiedzy na temat roli jaką rekomendacje odgrywają w procesie kształtowania cen spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Zaprezentowane w pracy badania zostały rzetelnie osadzone w dotychczasowym dorobku, jednakże w wielu aspektach przeprowadzone analizy wychodzą ponad to co już zostało ustalone, co należy uznać za wartość dodaną z pracy.

Za nowatorskie elementy opracowania należy uznać:

- dokonanie podziału systematycznego rekomendacji publikowanych dla polskich spółek giełdowych w oparciu o analizę wartości informacyjnej poszczególnych rekomendacji oraz ich dostępności z punktu widzenia inwestora indywidualnego,
- weryfikację hipotezy rynku efektywnego w segmencie spółek mniej płynnych (wchodzących w skład indeksu sWIG80),
- realizację badań na próbie spółek, w przypadku których rekomendacje mają charakter okazjonalny nie zaś masowy, co pozwala na eliminowanie szumu informacyjnego, gdyż rynek ma dostatecznie dużo czasu na zdyskontowanie wartości inwestycyjnej poszczególnych rekomendacji,
- przeprowadzenie analizy przydatności rekomendacji giełdowych jako sygnału inwestycyjnego.

Pracę przygotowano niezwykle starannie, wykazując dbałość o każdy z jej wymiarów. Na podkreślenie zasługują dokładność, szczegółowość oraz precyzja w prezentacji wywodów. Praca jest napisana dobrym i profesjonalnym językiem. Umiejętnie połączono w niej nurt rozważań teoretycznych z badaniami empirycznymi. Powoduje to, że praca stanowi logiczną, zintegrowaną całość. Dobrze przygotowane rozdziały teoretyczne stały się dobrą podbudową dla analiz prezentowanych w części empirycznej. Autor wykazał dużą dbałość o to, aby pojęcia i kategorie precyzowane w warstwie teoretycznej znalazły adekwatne

odzwierciedlenie w badaniach empirycznych. Autor wykazał się nie tylko dobrą znajomością literatury przedmiotu, ale również umiejętnością krytycznej jej oceny i zdolnością syntezy tego co jest istotne z punktu widzenia głównego nurtu pracy. Zaprogramowanie procesu badawczego, opracowanie rezultatów badań, zastosowanie odpowiednich metod ich analizy, prawidłowe wnioskowanie i właściwe interpretowanie uzyskanych wyników stanowi oryginalną, interesującą, autorską część rozprawy. Dowodzi ona opanowania przez Autora ważnych narzędzi weryfikacji formułowanych hipotez i sądów z zakresu podejmowanej problematyki. Analiza empiryczna została przeprowadzona bardzo wnikliwie i kompetentnie, przy wykorzystaniu bogatego instrumentarium analizy statystycznej.

Lektura rozprawy zaowocowała zestawem uwag, które z obowiązku recenzenta pozwolę sobie przedstawić poniżej:

- Na s. 52 znalazła się informacja włączona do pracy już post factum o zmianie uregulowań dotyczących sporządzenia i publikacji rekomendacji. Autor poza zasygnalizowaniem tego faktu powinien pokrótce przedstawić główne obszary zmian w sferze omawianej regulacji.
- Analiza przykładów rekomendacji wydawanych dla wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w perspektywie przyjętego horyzontu czasowego badań (s. 58-66) ma bardziej charakter podręcznikowy niż naukowy. Autor w analizach powinien podejść bardziej syntetycznie, poszukując źródeł zróżnicowania w zakresie opracowywania i udostępniania raportów przez poszczególne jednostki raportujące.
- W sąsiadujących ze sobą analizach w punkcie 2.4 na stronach 68 i 71 przyjęto stan dla różnych momentów czasu (1 września – moment zawierający się w horyzoncie czasowym badań - i 1 października – wychodzący poza okres badawczy).
- Dane zaprezentowane na rycinach 23 i 24, dla lepszego odbioru struktury powiązań, powinny zostać zestawione razem (np. w postaci tabelarycznej) i być wyrażone procentowo.
- Można zaobserwować niekonsekwentne stosowanie sformułowań opisujących podobne kwestie w tytułach obiektów (tabel, rycin). Tabele zestawiające podsumowanie wyników badań w rozdziale pierwszym pracy (tabele 2-7) przedstawiają: przegląd wybranych badań, wybrane badania bądź badania. Na s. 103-105 te same dane zostały określone raz mianem wartości przeciętnych obrotów, a następnie – nadwyżkowej wartości obrotów.

- Autor do hipotezy H1 przyjął na s. 87 założenia, które następnie niekonsekwentnie na s. 116 zestawił w tabeli określając mianem hipotez szczegółowych. W rozdziale czwartym z kolei wprowadzona została hipoteza pomocnicza do hipotezy H2 a do niej trzy założenia szczegółowe (nie hipotezy). Moje zastrzeżenia w tym zakresie nie odnoszą się do meritum sformułowań zawartych w weryfikowanych stwierdzeniach (które uznaję za hipotezy szczegółowe). Te uważam bowiem za trafione i merytorycznie uzasadnione. Jednak powinna zostać zastosowana jednolita konwencja nazewnictwa założeń naukowych pracy, a struktura tych założeń (hipotezy główne i szczegółowe) zaprezentowana we wprowadzeniu.
- Mimo pozytywnej oceny struktury pracy dla podniesienia precyzji opisu prezentowanych treści warto byłoby poprzedzić tytuł punktu 2.4 słowem „analiza", dopasować tytuł punktu 2.3 do kolejności wyznaczonej strukturą podpunktów oraz w tytule rozdziału 3 analizować jako jedną z rozpatrywanych zmiennych nie notowania a ceny akcji spółek wchodzących w skład indeksu sWIG80 (aby zachować spójność z tytułem i celem pracy, hipotezą H1 oraz strukturą rozdziału).
- Praca zawiera nie poprawione błędy maszynowe na stronach: 13, 40, 44, 45, 81,100, 104 i 149.

Powyższe uwagi nie umniejszają znaczenia przedkładanej rozprawy i osiągnięć jej Autora, stanowią element dyskusji nad jakością naukową rozprawy.

Bilansując przedstawione powyżej elementy oceny rozprawy stwierdzam, iż praca podejmuje ważny problem badawczy zarówno w aspekcie poznawczym jak i praktycznym, jest świadectwem samodzielnego rozwiązania przez Autora wybranego zagadnienia naukowego i wykazuje Jego wiedzę teoretyczno-metodyczną w dyscyplinie naukowej. Autor rozprawy wykazał się erudycją, opanowaniem warsztatu badawczego, potrafił zaprogramować i przeprowadzić badania naukowe. Dobrał trafnie bogatą literaturę przedmiotu. Przeprowadził krytyczną jej analizę, osadzając realizowane badania w dotychczasowym dorobku, wskazując równolegle lukę badawczą i nowe pola eksploracji. Autor zrealizował postawiony cel pracy, stosując adekwatny do rozwiązywanych zagadnień aparat statystyczno-ekonometryczny. Z przeprowadzonych analiz wyprowadził interesujące i uzasadnione merytorycznie wnioski.

W związku z powyższym stawiam wniosek o **przyjęcie recenzowanej pracy mgr. Rafała Janika jako rozprawy doktorskiej i dopuszczenie jej do publicznej obrony** a w przypadku pomyślnego przebiegu publicznej obrony – **o nagrodzenie jej Autora stosowaną nagrodą**.

Marek Kunasz