

**Dr hab. Mariusz Kicia**  
**Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej**  
**Wydział Ekonomiczny**  
**Katedra Bankowości i Rynków Finansowych**

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Michała Radke nt. *Nadmierny optymizm w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych* przygotowanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Radosława Pastusiaka, prof. UŁ (promotor) i dr. Jakuba Kellera (promotor pomocniczy)**

## **1. Podstawy formalne przygotowania recenzji**

Niniejsza recenzja została przygotowana na podstawie decyzji Komisji Uniwersytetu Łódzkiego ds. stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse z dnia 9 maja 2022 r. i w oparciu o umowę o dzieło UODRD/14/212/05/2022 z dn. 5 maja 2021 r.

## **2. Ocena zasadności podjęcia badań i ich tematyki**

Nurt finansów behawioralnych, w których Doktorant osadził swoje rozważania i badania empiryczne rozwijany jest już od kilkadziesiąt lat. Ewolucja modeli postrzegania przez jednostki wartości jest coraz lepiej udokumentowana w literaturze. Z perspektywy rozważań prowadzonych w niniejszym opracowaniu interesujące są zwłaszcza, tak w podejściu klasycznym, jak i behawioralnym, aspekty teorii w zakresie mechanizmów podejmowania decyzji przez jednostki w procesach inwestowania w aktywa finansowe. Pomimo dość intensywnej eksploracji tego obszaru badawczego i coraz większej wiedzy na temat faktycznych, a nie normatywnych i wyidealizowanych mechanizmów podejmowania decyzji finansowych wciąż wiele pozostaje do odkrycia. Każde nowe wartościowe badanie odkrywające faktyczne mechanizmy i uwarunkowania podejmowania decyzji finansowych jest dlatego bardzo cenne.

Dotyczy to także ocenianej rozprawy. Doktorant podjął skuteczną próbę poszukiwania psychologicznych uwarunkowań procesów decyzyjnych na rynku kapitałowym, warunkowanych nie tylko racjonalnymi przesłankami postrzegania wartości aktywów finansowych poprzez pryzmat formalnych modeli ich wyceny, ale także znaczenia postaw, w tym zwłaszcza optymizmu, który zniekształca obiektywne postrzeganie wartości. Pokazując ludzką naturę profesjonalistów finansowych jako jednostek, którym czasem daleko do koncepcji *homo oeconomicus*, Doktorant dołączył do grona badaczy, którzy udowadniają zasadność behawioralnego podejścia w analizie zachowań finansowych.

Zaproponowane problemy badawcze i dostarczone wyniki przeprowadzonych analiz pozwoliły rozszerzyć zakres wiedzy na temat mechanizmów decyzyjnych w procesach inwestycji finansowych i ich uwarunkowań. Co więcej, uzyskane wyniki nie pozostają ważne tylko w obszarze teorii, ale także zastosowań w praktyce rynku kapitałowego. Są ważne zarówno dla inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych: odbiorców rekomendacji inwestycyjnych, jak i ich autorów.

Biorąc pod uwagę wymienione powyżej argumenty, wybór problematyki badawczej oraz jej umiejscowienie w obszarze decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym, są w mojej opinii w pełni uzasadnione, wartościowe naukowo i aplikacyjnie.

### **3. Ocena formalna rozprawy**

Przedłożona do recenzji rozprawa doktorska liczy łącznie 252 strony, z czego część *stricto* merytoryczna obejmuje 234 strony. Układ pracy jest klasyczny, logiczny, uporządkowany zgodnie z zasadą hierarchizowania treści i w stylu odpowiednim dla opracowań naukowych. Pracę otwiera wstęp, po którym w pierwszych czterech rozdziałach Autor przedstawia teoretyczne podstawy problemów, które w znajdują finał w rozdziale piątym, prezentującym wyniki własnych badań empirycznych.

Rozdział pierwszy jest ogólnym wstępem do prowadzonych rozważań, w głównej mierze w oparciu o opracowania ogólne i kluczowe dla rozwoju ekonomii i finansów behawioralnych. Jest poprawny, choć zabrakło w nim nieco bardziej aktualnego spojrzenia na analizowane zagadnienia, wyjścia poza klasyków teorii i przytoczenia nowszych odkryć. Na około 120 odwołań do pozycji bibliograficznych w rozdziale pierwszym tylko 10 cytowań dotyczyło 3 pozycji opublikowanych w ciągu ostatnich 5 lat (w tym jedno wydanie wznowione). Dalej, tabela 5 (s. 26) obejmuje badania jedynie do 2013 roku, w oparciu o jedno źródło. Badania Autora obejmują zakres czasowy do 2018 roku, zatem warto było dokonać przeglądu literatury i uzupełnić nieaktualne już zestawienie o kilka kolejnych lat badań efektywności dla pełnego i aktualnego obrazu miejsca akcji. Ekonomia behawioralna we wszystkich swoich nurtach jest wciąż teorią żywą, zasilającą publikacjami współczesnych badaczy zbiór odkryć, szkoda tracić z oczu te najbardziej aktualne. Recenzent rozumie, że proces przygotowania rozprawy mógł być rozciągnięty w czasie, ale Doktorant z kolei powinien mieć świadomość tego, że im dłuższy jest ten okres, tym bardziej rośnie potrzeba zrobienia kroku wstecz i zaktualizowania zamkniętych już wydawałoby się rozdziałów pracy.

W rozdziale drugim dokonany został krótki i treściwy przegląd badań dotyczących optymizmu, obejmujący wiele wątków, perspektyw i obszarów. Jest to uzasadnione, aby zrozumieć kluczowy mechanizm, jakim Autor rozprawy chciał się zająć w swoich badaniach. Brakuje tutaj nieco pokazania umiejętności syntetyzowania treści – pojawiają się powtórzenia w przeglądzie teorii dotyczących

optymizmu (np. na s. 56 i 59 jest odwołanie do dużego optymizmu, ale oba fragmenty nie są ze sobą połączone). Autor nie szuka uogólnień różnych podejść i koncepcji, ale raczej prezentuje je kolejno po sobie. Logika wywodu jest poprawna, choć wnioski kończące rozdział drugi są nieco dyskusyjne wobec rozumienia nadmiernego optymizmu jako konfrontacji ceny rekomendowanej i jej osiągnięcia przez cenę rynkową. Jeżeli badania wskazują, że analitycy nie posiadają nadzwyczajnych umiejętności, a trafność prognoz jest dziełem przypadku (m.in. A. Cowles, M.T. Bradshaw, s. 92) to różnice ceny rekomendowanej i rynkowej nie muszą być skutkiem nadmiernego optymizmu.

Rozdział trzeci jest poprawny w swojej strukturze, treści są logicznie ułożone, choć ostatni akapit podrozdziału 3.1 wydaje się być nieco oderwany od poprzedzających go rozważań na temat działalności maklerskiej. Przejście od czynności maklerskich do braku standardów szacowania wartości przedsiębiorstwa jest trochę zbyt szybkie, brakuje tu pewnego łącznika, który dawałby poczucie ciągłości wywodu.

Rozdział czwarty, prezentujący metody wyceny przedsiębiorstw, jest poprawny merytorycznie i posiada właściwą strukturę. Autor oparł się tu przede wszystkim na opracowaniach innych autorów, przedstawiając logikę modeli wyceny. Zabrakło mi w tym rozdziale własnych przemyśleń Autora, dotyczących oceny elementów modeli wyceny, w których może zrealizować się ryzyko nadmiernego optymizmu. Efekt końcowy, który bada Autor w swoim opracowaniu bierze się bowiem z przyjętych założeń i parametrów, które leżą u podstaw metod wyceny. Te prezentuje Autor dość dokładnie, wskazuje, które z nich (parametrów) cechuje większa lub mniejsza swoboda ustalania, ale w mniejszym stopniu odnosi się do ryzyka zbyt optymistycznego ich przyjmowania. Doktorant wskazuje oczywiście na problemy, jakie mogą dotyczyć wycen i przyjmowania ich parametrów, ale są opatrzone odwołaniami do bibliografii, a w mniejszym stopniu wynikiem własnych przemyśleń.

Moim zdaniem, połączenie rozdziału trzeciego i czwartego byłoby uzasadnione – merytorycznie dotyczą powiązanych ze sobą obszarów, a przy tym zyskałaby struktura pracy: krótki 10-stronicowy rozdział trzeci i 33-stronicowy rozdział czwarty dałyby w sumie część podobną wielkością do pozostałych rozdziałów i zapewniły równy podział treści. Obecny układ jest jednak także akceptowalny.

Pracę zamyka rozdział piąty, w którym Autor prezentuje cele i hipotezy badawcze, metodykę, wyniki i wnioski z przeprowadzonych badań empirycznych. Podrozdział 5.2.3 powinien nosić tytuł *Metodyka* a nie *Metodologia*. Uwagi merytoryczne i stylistyczne do tej części rozprawy zostały przedstawione w dalszej części recenzji.

Podsumowując, układ pracy oceniam pozytywnie, treści ułożone są we właściwym porządku. Cała treść pracy układa się w logiczny wywód zwieńczony częścią badawczą i zakończony wymaganymi formalnymi spisami, które są sporządzone poprawnie.

Autor wykorzystał w rozprawie 270 pozycji literaturowych, aktów prawnych i źródeł internetowych (257 pozycji z wyłączeniem aktów prawnych i źródeł internetowych). Dobór i wykorzystanie źródeł są poprawne, choć jak wcześniej wskazano, brakuje nieco bardziej aktualnych pozycji. Całość świadczy jednak o odpowiednim przygotowaniu Doktoranta do pracy naukowej i rzetelnym warsztacie badawczym.

Rozprawa przygotowana jest dość starannie od strony formalnej i edycyjnej, choć nie brakuje w niej usterek edycyjnych. Język użyty w pracy jest poprawny. Wyczuwa się nieco mniejszą staranność w opracowaniu końcowych dwóch rozdziałów w porównaniu do rozdziałów początkowych. Szczegółowe uwagi merytoryczne wskazane są w dalszej części recenzji, nie wpływają jednak na pozytywną ocenę formalną rozprawy. Poniżej przedstawiono dostrzeżone usterki stylistyczne i edycyjne, które Autor może wziąć pod uwagę, jeżeli prezentowana rozprawa miałaby zostać opublikowana:

- s. 11, pierwszy akapit: W wypunktowaniu cechy powinny być sformułowane w narzędnikach („wysoką precyzją...”, „dużą zależnością...” itd.).
- s. 13: Powinno być *krzywych obojętności*, a nie *objętości*.
- s. 30, druga pozycja w wypunktowaniu: Powinno być *porzucenia*, a nie *porzucenie*.
- s. 35: Pierwsze zdanie akapitu to skrót myślowy, który można odczytywać jako zbyt uproszczenie i zawężenie zakresu zainteresowań ekonomii behawioralnej do rynku kapitałowego pod postacią finansów behawioralnych. Dodatkowo, przekaz brzmi tak, jakby to rynek kapitałowy przybierał postać finansów behawioralnych. Rozumiem jednak, że Autor miał na myśli to, iż jednym z nurtów ekonomii behawioralnej są finanse behawioralne, które utrzymując ogólne podejście ekonomii behawioralnej skupiają się m.in. na zjawiskach zachodzących na rynku kapitałowym. Jeżeli jest inaczej, to proszę o wyjaśnienie podczas publicznej obrony rozprawy doktorskiej.
- s. 44, trzeci akapit: Przytaczając słowa F. Hayek’a nie użyto cudzysłowu, nie wiadomo czy przypis na końcu akapitu odnosi się do ujętego w cudzysłowie zdania, czy wcześniejszy tekst z wyraźnymi opuszczeniami jest także cytatem. Wyeliminowanie takich niestaranności spowodowałoby, że razem z poprawnością merytoryczną odbiór całego tekstu rozprawy byłby bardziej komfortowy.
- s. 62, trzeci akapit: Powinno być raczej „*w sposobie, w jaki ludzie wyjaśniają wydarzenia, które im się przytrafiają*”, zamiast „*w sposobie, w jaki wyjaśniasz wydarzenia, które ci się przytrafiają*”.
- s. 62: Czwarty akapit dodał całą gamę kolorów formalnemu opracowaniu, kiedy Autor przywołał „*ludzi mieniących się jak realistyczni optymiści*”. Sam zwrot *mienić się* występuje tu poprawnie w znaczeniu *określać się, nazywać się*, jednak składnia wyrażenia nie powinna włączać przyimka wprowadzającego wyrażenie porównawcze (*jak*), ale dodać porównanie w narzędniku liczby

mnożej. Zdanie powinno zatem rozpoczynać się od: „*Ludzie mieniący się realistycznymi optymistami (...)*”.

- s. 77: Czy potrzebny jest Rysunek 1 przedstawiający schemat mózgu z obszarami powiązanyymi bezpośrednio z optymizmem? Rozumiem, że Autor opisał nurt neurobiologiczny, ale raczej należy go traktować tu tylko jako ciekawostkę. Informacja o tym, że aktywność w dziobowej części kory zwoju obręczy korelowała z optymizmem nie ma żadnego znaczenia dla dalszych rozważań, ani badań empirycznych, jakie przeprowadza Autor. Usunięcie tego akapitu nie wpłynęłoby negatywnie na ocenę przeglądu badań w prezentowanym obszarze. Nieco oderwany jest też od głównych rozważań ostatni akapit rozdziału 2.1.
- s. 98: Czegoś brakuje w zdaniu: *Jednym z etycznych aspektów wśród analityków jest występowanie potencjalnego konfliktu interesów*, choć jego sens można odczytać.
- W wypunktowaniu na s. 99 Autor przywołuje pojęcie analityków *sell-side*, choć definiuje sam termin dopiero na s. 108. Na s. 101 stosuje skróty MPW i DI, nie wyjaśniając wcześniej, że chodzi o Maklerów Papierów Wartościowych i Doradców Inwestycyjnych.
- s. 99, zdanie „*Przykładowo: w Polsce wprowadzono obowiązek ujawniania w raporcie konfliktu interesów.*” nie bardzo pasuje do poprzedzających je stwierdzeń w akapicie, tak jakby było niedoprecyzowaną myślą, jaką Autor chciał rozwinąć, bo nie bardzo wprost wiadomo, do czego odnosi się przykład. Lepiej nie pozostawiać na przyszłość odbiorcy tekstu z takimi domysłami, bowiem przestrzeń do interpretacji może być czasem dość duża i nie zawsze zgodna z intencjami.
- Nie zawsze formalny język (np. s. 139: „*tym mianownikiem powinno być coś, co w przyszłości przełoży się na (...)*” – „*coś*” można zastąpić słowem „*parametr*”; s. 153 „*Natura ludzka jest taka, jaka jest (...)*” – przywodzi to na myśl XVIII-wieczny anegdotyczny cytat z *Nowych Aten* ks. Benedykta Chmielewskiego, opisujący ilustrację konia. Recenzent stoi jednak na stanowisku, że od XVIII wieku nauka nieco się posunęła i pozwala na bardziej dokładne opisy badanych zjawisk, w tym natury ludzkiej).
- s. 171: Brak konsekwencji w użyciu czasu – w trzech kolejnych zdaniach pierwszego akapitu sformułowano zdania: w czasie teraźniejszym („*Przedmiotem rozważań podejmowanych w pracy jest próba (...)*”), zaraz po nim w czasie przeszłym („*Celem głównym pracy było (...)*”), zaś w kolejnym w czasie przyszłym („*Głównym narzędziem weryfikacji będzie (...)*”). Podobnie dalej w ostatnim akapicie na s. 172 („*było*” vs. „*będzie*”). Konsekwentnie należało stosować czas przeszły.
- s. 173 powtórzenie: Autor zdefiniował już rekomendacje *sell-side* na s. 108, nie ma potrzeby ponownego wyjaśniania tego terminu
- Wykres 13 i tabela 52 prezentują te same dane – wystarczy zatem jedna metoda ich prezentacji.

Doktorant mógł poświęcić też więcej uwagi części edycyjnej rozprawy, co może nie jest tak ważne jak aspekty merytoryczne, ale także wpływa na ocenę jakości recenzowanego opracowania. Dostrzeżone usterki edycyjne i techniczne są następujące:

- s. 16: Wykres 1 mógłby być opracowany z większą starannością.
- s. 53: W zdaniu pomiędzy tabelami powinno być *związek*, a nie *ziqzek*.
- s. 62: Niepotrzebny cudzysłów przy słowie *złe*.
- Brak konsekwencji w notacji imion i nazwisk autorów cytowanych opracowań (np. s. 65 – czasem z imionami, czasem tylko nazwiska – nawet w jednym akapicie).
- s. 91: Powinno być *giełdowym*, a nie *giełdwym*.
- s. 95: Powinno być *pieniężnych*, a nie *pieniężnych*.
- s. 118: W podpisie rysunku 3 tytuł książki jest z małej litery.
- s. 415, 416: Nie są potrzebne dwa indeksy przypisów, można obie pozycje umieścić w jednym przypisie, co także Autor w innych miejscach czyni.
- s. 132: jest *fingującym* zamiast *finansującym*.
- s. 148: *Enrom* zamiast *Enron*.
- Opis sytuacji prezentowany na s. 153-154 w swoim stylu odstaje od formalnego języka rozprawy doktorskiej.
- s. 154: Brakuje otwarcia cudzysłowu, jest tylko zamknięcie.
- s. 163: Powinno być *przyszłych*, a nie *przeszłych* stóp zwrotu.
- s. 169: Powinno być *wyprowadzoną*, a nie *wyprowadzono*.
- s. 170: Powinno być *czynnik ludzki*, a nie *czynnik ludziki*.
- s. 184: Powinno być *Kendalla*, a nie *Kenalla*.
- s. 190: Powinno być *Polski*, a nie *Polsk*.
- s. 207: W tytule wykresu powinno być *doświadczenia* zamiast *doświadczenie*.
- S. 246: W pozycji autorstwa M.W.U. Rehman i K. Arif brakuje roku wydania.

#### 4. Ocena merytoryczna rozprawy

Głównym celem rozprawy doktorskiej było zweryfikowanie występowania nadmiernego optymizmu analityków wycenach przedsiębiorstw na podstawie raportów giełdowych. Poza celem głównym Doktorant określił także 5 celów szczegółowych, które dotyczyły weryfikacji związków pomiędzy postawą zawartą w wycenach i raportach analitycznych a atrybutami analityków: płcią, doświadczeniem, posiadaniem certyfikatem, stanowiskiem i składem zespołu analitycznego (s. 171-172).

Tak sformułowane cele rozprawy doktorskiej stały się podstawą do sformułowania hipotezy głównej (H0), która przyjmowała, że „*Nadmierny optymizm analityków w wycenach przedsiębiorstw jest istotny statystycznie*” oraz siedmiu hipotez szczegółowych, odnoszących się do behawioralnych uwarunkowań procesu decyzyjnego inwestorów. Hipotezy H1-H5 powiązane są bezpośrednio z celami szczegółowymi i zakładały, że badane atrybuty analityków (odpowiednio: płeć, doświadczenie, posiadany certyfikat, stanowisko i skład zespołu analitycznego) będą różnicować postawy w sporządzanych rekomendacjach inwestycyjnych (s. 173). Dodatkowo, Autor przedstawił dwie hipotezy (H6 i H7) związane z badaniem poziomu dyspozycyjnego optymizmu analityków:

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

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

Sformułowanie celów badawczych w brzmieniu zaproponowanym przez Doktoranta jest prawidłowe i nie budzi zasadniczych zastrzeżeń. Cele są jasne i osiągalne. Hipotezy są logicznie powiązane z celami badawczymi. Pewnym zaskoczeniem jest fakt, że we wstępie Autor wskazał tylko 5 hipotez, zaś w rozdziale 5.1. rozprawy dodatkowo jeszcze hipotezę główną H0, która wcześniej nie została przytoczona oraz hipotezy H6 i H7. Moim zdaniem hipotezy H1-H5 mogłyby zostać doprecyzowane. Formułując je, Autor mógł nie tylko wskazać, że określone atrybuty różnicują postawy w sporządzanych rekomendacjach, ale także wskazać przypuszczalny kierunek tych różnic czy spodziewane różnice pomiędzy analizowanymi klasami analityków.

Hipoteza główna (H0: *Występowanie wysokiego poziomu dyspozycyjnego optymizmu wśród analityków jest istotne statystycznie*) jest sformułowana nieco niefortunnie. W podobny sposób została sformułowana hipoteza H6. Do części pracy, w której Doktorant przedstawia sposób weryfikacji hipotezy H0 nie bardzo wiadomo jak rozumieć „istotność statystyczną” wysokiego optymizmu. W samym badaniu, jako poziom odniesienia Autor przyjął 15-procentowe odchylenie ceny rekomendowanej od rynkowej i w tym sensie zakładał, że jest ono istotne, tj. znaczące, relatywnie wysokie i świadczy o nadmiernym optymizmie. Użycie określenia *istotny statystycznie* jest przez to mylące. Statystycznie istotny może być wynik testu, który mówi, że (przykładowo) ceny docelowe z rekomendacji są średnio o 1% wyższe od cen rynkowych. Nie będzie wtedy można uznać, że optymizm jest wysoki, choć sam wynik średniej różnicy mógłby być istotny statystycznie. Podobny dyskomfort jest w przypadku hipotezy H6, gdzie porównane były wyniki testu LOT-R dla analityków z hipotetyczną średnią wynoszącą 17 punktów, jako przyjętej arbitralnie przez Doktoranta granicy wysokiego poziomu optymizmu. Tutaj znowu - sam wynik testu był istotny statystycznie, ale poziom optymizmu niższy od granicy wysokiego optymizmu.

Hipoteza H7 jest odniesieniem do czytelnego benchmarku z próby normalizacyjnej dla populacji polskiej. Rodzi się tu jednak pytanie, czy analitycy, którzy wzięli udział w badaniu stanowią próbę reprezentatywną dla całej populacji *analityków sporządzających rekomendacje*, o których mówi hipoteza. Jeżeli nie, to zasadne byłoby raczej stawianie hipotezy opisującej cechy *grupy analityków, którzy wzięli udział w badaniu*, a nie wszystkich analityków, którzy sporządzają rekomendacje.

Dobór narzędzi badawczych i metod analizy wyników nie wzbudza zasadniczych zastrzeżeń w kontekście przyjętych w rozprawie celów i hipotez. Poza badaniami ankietowymi przedmiotem analiz było 3245 rekomendacji, co należy docenić. Zasadne było także ograniczenie badania rekomendacji wydanych tak, aby ceny były weryfikowalne przed pandemią, tj. do końca 2018 roku. Choć z drugiej strony, analizując raporty z lat 2005-2018, Autor nie wyłącza z badań okresu kryzysu finansowego lat 2008-2009. Zarówno zawirowania spowodowane kryzysem finansowym, jak i pandemią mogłyby być wdzięcznym obiektem badań, zwłaszcza zmian rozkładów rekomendacji i ich optymizmu na tle okresów relatywnie dobrej koniunktury. Wątku tego Doktorant jednak nie poruszył, co nie jest zarzutem, ale wskazaniem możliwości pogłębienia badań w przyszłości.

Uwagi do obszaru metodycznego dotyczą innych kwestii. Przede wszystkim, Autor nie wskazał, czy w analizowanych rekomendacjach uwzględniane były ich aktualizacje, które pojawiły się w czasie krótszym niż 3 miesiące od wydania rekomendacji. Na podstawie opisu metodycznego ogólna procedura badawcza polegała na sprawdzeniu odchylenia ceny rekomendowanej od ceny rynkowej po określonym czasie. Z opisu w rozprawie nie wynika, czy jeżeli w czasie krótszym niż 3 miesiące od wydania rekomendacji (pierwsze badanie odchylenia) pojawiły się nowe okoliczności, które wymagały aktualizacji wyceny i taka aktualizacja rekomendacji została przez analityka opublikowana, to z próby badawczej Autor usuwał poprzednią rekomendację, dla której scenariusz przestawał być aktualny, czy też badane było odchylenie zarówno pierwotnej (nieaktualnej) rekomendacji, jak i nowej, zaktualizowanej. W takiej bowiem sytuacji to nie nadmierny optymizm analityka, ale nowe nieprzewidywalne okoliczności mogły różnicować cenę rynkową i pierwotnie rekomendowaną. Nie można jednak sprawdzić, co stałoby się w dłuższej perspektywie z ceną, gdyby takie zdarzenie nie miało miejsca i takie przypadki zdaniem recenzenta powinny z badania być wyłączone, a brana być pod uwagę jedynie aktualizacja wyceny. W opisie na s. 174-175 Autor wskazuje jedynie, że usunięto z badania rekomendacje bez wskazanej daty zapadalności i tych, które dotyczyły spółek nie notowanych w systemie ciągłym i których dotyczyły podziały/łączenia akcji.

Po drugie, brak jest informacji czy spełnione były warunki do badania hipotez testem t-Studenta, a przede wszystkim założenie normalności rozkładu badanej zmiennej (postawy). O ile test jest odporny na pewne odchylenia od założenia o normalności rozkładu zmiennych, o tyle przy większych odchyleniach wyniki testu nie muszą być wiarygodne. Wykresy rozkładu postaw (np. s. 193 i dalej w



przekrojach) wskazują raczej na dwumodalność rozkładu z dominującymi postawami skrajnymi. Dwumodalność rozkładu oznacza, że analitycy relatywnie często cechują się nadmiernym optymizmem, jak i pesymizmem, w porównaniu do pozostałych postaw. Dwie skrajne postawy odpowiadają łącznie na ponad 2/3 wszystkich obserwacji, pozostawiając szanse na trafienie w cel na dużo niższym poziomie (około 12% prawdopodobieństwa). Być może nie jest to tylko kwestia postaw analityków, ale czynników systemowych. Dysponując bazą rekomendacji wraz z oznaczeniem ich autorów, Doktorant mógł sprawdzić, czy wśród nich znajdują się tacy, którzy są bardziej optymistyczni/pesymistyczni od pozostałych lub też, czy też na poziomie indywidualnym rozkłady są identyczne z rozkładem dla badanej grupy. Nie można bowiem wykluczyć, że obserwowany rozkład dwumodalny jest sumą postaw wielu zrównoważonych, ale mało aktywnych analityków (gdzie nie ma dużej różnicy pomiędzy częstością skrajnych postaw, ale publikują oni relatywnie mało raportów) oraz gorzej skalibrowanych, ale bardziej aktywnych analityków (gdzie dominują skrajne postawy i publikują oni relatywnie dużo raportów). Lub innej kombinacji pewnych typów postaw. Wejście na niższy niż zagregowany poziom analiz dałoby głębsze spojrzenie na badane zjawisko i ujawnić, czy w badanej grupie znajdują się analitycy, których cechuje większy niż przeciętny optymizm na tle całej badanej grupy analityków. Nie można jednak stwierdzić, czy zgromadzone dane w ogóle pozwoliłyby na takie badanie.

Do uwag merytorycznych o mniejszym znaczeniu zaliczam następujące:

- Na s. 4 Autor pisze, że „(...) racjonalna teoria inwestowania i prognozowania cen na rynku kapitałowym okazała się nietrafiona w sensie teoretycznym.” Czy należy przez to rozumieć, że Autor podważa dorobek teorii, której elementy stały się podstawą przyznania kilku nagród Nobla w dziedzinie ekonomii? To, co kwestionuje Autor, wyjaśniając w kolejnym zdaniu, to zdaje się być obserwowany dysonans pomiędzy teorią a rzeczywistością (praktyką) rynków kapitałowych. Samej teorii jako konstruktowi naukowemu chyba nie można zarzucić aż tyle, na ile wskazuje Autor, a sformułowana przez niego uwaga dotyczyć powinna raczej jej niedoskonałości aplikacyjnej czy praktycznej, a nie teoretycznej.
- s. 12, przypis 30: Dość ważne założenie, które nie powinno znaleźć się w przypisie, ale głównym nurcie rozważań rozprawy. Autor wskazuje, że uczestnikami rynku są określone instytucje finansowe, analitycy giełdowi, inwestorzy indywidualni i instytucjonalni. Pomijając organizatorów rynku (m.in. GPW, KDPW czy NBP) wydaje się, że Autor chciał tym samym podkreślić, że kryterium zainteresowania jest zaangażowanie uczestnika rynku w decyzje inwestycyjne. Z jednej strony jednak, wskazane instytucje finansowe są przecież inwestorami instytucjonalnymi (finansowymi), a analitycy giełdowi mogą być albo inwestorami indywidualnymi, albo częścią zespołów inwestorów instytucjonalnych. Poza tym, instytucje takie jak NBP także prowadzą działalność inwestycyjną, oddziałując na ceny rynkowe. Wskazany przez Autora podział rozmywa nieco zakładaną klasyfikację uczestników rynku (ten

sam podmiot może się znaleźć w więcej niż jednej klasie). Wydaje się też, że niepotrzebne jest wyodrębnianie już tu analityków giełdowych jako uczestników rynku.

- s. 16: W wypunktowaniu panuje nieporządek słowny – nie istnieje *ryzyko neutralne*, Autor powinien określić sytuację jako neutralność wobec ryzyka, a nie neutralne ryzyko.
- s. 18: Wykres 2 jest nieprecyzyjny - wynika z niego, że inwestycja  $I_a$  charakteryzuje się ujemnym ryzykiem, o ile oznaczenia  $I_a, \dots, I_d$  należy rozumieć jako punkty opisujące możliwe inwestycje na wymiarach dochód / ryzyko i domyślać się, że leżą one na krzywych użyteczności,
- s. 19: Kryteria optymalizacji przytoczone przez Autora, zwłaszcza kryterium L. Hurwicza są raczej koncepcją modelową, objaśniającą zachowania uczestników rynku, a nie powszechną procedurą decyzyjną. Tymczasem z opisu wynika, że uczestnicy rynku faktycznie określają swój współczynnik optymizmu i obliczają użyteczność skrajnych wyborów inwestycyjnych.
- Czy takie szczegółowe matematyczne zapisy dotyczące teorii rynku kapitałowego, jakie Autor przytacza w rozdziale 1.2, były konieczne? Autor nie odwołuje się do nich w kolejnych częściach pracy, nie wykorzystuje jako modeli, nie modyfikuje, nie odnosi się do nich bezpośrednio w dyskusji.
- s. 53: Zestawienia w tabelach 7 i 8 to zbyt daleko posunięte uproszczenia uwarunkowań decyzji inwestycyjnych według wskazanych kryteriów. Nadmierna pewność siebie czy inne zniekształcenia nie są tylko domeną mężczyzn czy inwestorów instytucjonalnych, nawet jeżeli występują częściej niż u konfrontowanej z nimi grupy inwestorów.
- Czytając punkt 3.2 odnosi się wrażenie, że cała branża specjalistów rynku kapitałowego to nieetyczna kasta i banksterzy. To chyba zbyt daleko posunięta interpretacja, bez wskazania dowodów na powszechność pokus nieetycznego działania. Autorowi chodziło zapewne o istnienie nadużyć, które pojawiają się przecież w każdym zawodzie. Doradcy finansowi, których znam to osoby, dla których najlepszy interes klienta a nie prowizja jest absolutnym priorytetem. Na s. 98 Autor przesądza, że doradcy w celu utrzymania dobrych kontaktów z osobami będą raczej skłonni do wydawania bardziej pozytywnych rekomendacji na temat zarządzanych przez nich podmiotów. Nie ma na to dowodów, jest to przypuszczenie. Bezpieczniej byłoby stwierdzić, że doradcy mogą być skłonni do takich zachowań, co jest mniej kategoriycznym stwierdzeniem, wskazującym na incydentalność zdarzeń, a nie ich niemal pewność wystąpienia. Można bowiem przywołać logikę takiego zachowania (mogą być skłonni, czyli istnieją takie przypadki), ale nie ma dowodów na powszechność takiego zachowania (są raczej skłonni, więc prawie każdy skorzysta z takiej szansy).
- Na s. 100 Autor przytacza przykład słynnej rekomendacji analityka UniCredit CAIB Securities UK Ltd 0 zł dla akcji Lotos S.A. jako przykład konfliktu interesów. UniCredit został ukarany przez KNF, ale za brak należytej staranności i brak zapewnienia rzetelności (oparciu się na jednej

metodzie wyceny, pominięciu niektórych składników majątku oraz braku analizy wrażliwości wyceny). Nie udowodniono w tym przypadku manipulacji kursem, ani ukrytych intencji. Opinie nie można było zarzucić braku profesjonalizmu. Nie ma zatem podstaw, aby twierdzić, że była motywowana konfliktem interesów lub była skutkiem nieetycznego zachowania.

- Ostatnie zdanie na s. 144 Autor rozpoczyna od stwierdzenia: „Jak można zauważyć, (...)”, jednak ani w poprzedzającym, ani w bieżącym akapicie nie podaje na to dowodów. Nie bardzo wiadomo, na jakiej podstawie można tak zauważyć. Recenzent nie twierdzi, że jest inaczej, ale zwraca jedynie uwagę, że stwierdzenia tego typu wymagają poparcia twardymi dowodami.
- Dość zaskakujące stwierdzenie na s. 148, mówiące, że „(...) zysk prezentowany w sprawozdaniu jest w zasadzie swoistą opinią, faktem zaś jest jedynie gotówka”. Wynika z niego, że zysk wykazywany w sprawozdaniu nie jest faktem. Zastanawia zatem, dlaczego tak duże znaczenie przedsiębiorstwa i ich interesariusze przypisują wynikom finansowym, skoro Autor uważa, że najważniejsza jest płynność. Pozostaje to też w opozycji do wykorzystywanych powszechnie i przytaczanych w poprzednich podrozdziałach najważniejszych metoda wyceny (dochodowych, opartych na strumieniach nadwyżek oraz mnożnikowych, takich jak jeden z najpopularniejszych mnożnik cena do zysku). Czy to oznacza, że Autor neguje ich znaczenie jako mierników wartości, czy jednak jest to kolejny skrót myślowy, a sens stwierdzenia jest inny?
- s. 151: Zastanawiając się nad kwestią przyjmowania długości okresu szczegółowej prognozy w metodzie DCF Autor przytacza dane o ich rozkładzie z rekomendacji wydanych w latach 2013-2014 i pozostawia nie rozstrzygniętą kwestię, jaki okres wybrać. Wybór długości okresu szczegółowej prognozy jest zaś kwestią indywidualną – przejście do uogólnionego modelu strumieni rezydualnych i zakończenie prognozy szczegółowej powinno nastąpić po zakończeniu intensywnych okresów realizacji planów inwestycyjnych i relatywnym zbliżeniu w prognozie strumieni nakładów inwestycyjnych i amortyzacji, co daje stabilny a nie przyspieszony rozwój w okresie rezydualnym. W niektórych przypadkach wymaga to 10-letniej, w innych 3-4-letniej prognozy, ale nie powinno być decyzją mechaniczną lub uznaniową, bazującą na tym, jak robi większość. Poza tym, skrócenie części szczegółowej prognozy powinno zwiększyć wycenę w części rezydualnej, dając w obu przypadkach relatywnie podobne wyniki. Jeżeli tak nie jest, to okres szczegółowej prognozy powinien być wydłużony.
- Powtórzenia: np. o ustalaniu wolnej od ryzyka stopy procentowej na s. 152 i 162.
- Na s. 172 Autor wskazuje szereg badań pokazujących wpływ wybranych zmiennych na optymizm. Fragment ten zyskałby na wartości, gdyby Autor choć w jednym zdaniu do każdego odwołania wskazał, jaki był kierunek zależności, a nie tylko, że badania potwierdziły wpływ (płci, wieku, doświadczenia itd.) na poziom optymizmu. Byłoby łatwiej odnieść wyniki badań Autora do wyników innych badaczy.

- Na s. 211 Autor pisze, że „ciekawie przedstawia się” stosunek optymistów do pesymistów, który wynosi 59,26%. Niezależnie od tego, czy Autor miał na myśli jako optymistów analityków o wysokim poziomie orientacji, czy tych o wysokiej i średniej łącznie, to są oni grupą bardziej liczną niż analitycy o niskim poziomie orientacji. Nie bardzo wiadomo jak podany wskaźnik został wyliczony. Autor nie wyjaśnia też, dlaczego jego zdaniem prezentuje się on „ciekawie”.

Powyższe uwagi należy potraktować jako życzliwe wskazówki w dalszym rozwoju naukowym Doktoranta, a nie krytykę dotychczasowych osiągnięć zawartych w rozprawie.

Podsumowując, pomimo wskazanych powyżej uwag, najważniejsze jest to, że – w mojej opinii – wszystkie postawione cele badawcze zostały przez Doktoranta osiągnięte. Wykorzystano do tego odpowiednie narzędzia i metody badawcze. Doktorant potwierdził umiejętność wnioskowania i interpretacji wyników z przeprowadzonych analiz. Potwierdza to posiadane umiejętności planowania, organizowania i realizowania badań naukowych. Doktorant wykazał się znajomością opisywanej problematyki, a założenia badawcze posiadają solidne podstawy merytoryczne w postaci przedstawionych krajowych i zagranicznych publikacji naukowych. Za oryginalne, autorskie i wartościowo badawczo można uznać następujące aspekty ocenianej pracy:

- pogłębienie badań w zakresie poziomu dyspozycyjnego optymizmu o specyficzną grupę specjalistów rynku kapitałowego z wykorzystaniem wystandardyzowanych narzędzi badawczych,
- wskazanie zróżnicowanego znaczenia określonych atrybutów behawioralnych na formułowanie opinii przez analityków giełdowych i tym samym wskazanie warunków sprzyjających występowaniu podwyższonego optymizmu w formułowaniu wycen w rekomendacjach inwestycyjnych,
- pokazanie możliwości wykorzystania relacji pomiędzy cenami rekomendowanymi i cenami rynkowymi jako narzędzia opisującego optymizm analityków giełdowych.

**Mając powyższe na uwadze, recenzowana rozprawa doktorska stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego i może stanowić podstawę do ubiegania się przez Pana mgr Michała Radke o nadanie stopnia doktora w naukach społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse. W mojej opinii, Doktorant wykazał ogólną wiedzę teoretyczną w powyższej dyscyplinie oraz posiada umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.**

## 5. Wniosek końcowy

Przedłożoną do recenzji i oceny rozprawę doktorską oceniam pozytywnie pod względem formalnym i merytorycznym. W mojej opinii spełnia ona w pełni wymogi określone w *ustawie z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki* (Dz.U. 2003 Nr

65 poz. 595, z późn. zm.) oraz w *Rozporządzeniu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 19 stycznia 2018 r. w sprawie szczególnego trybu i warunków przeprowadzania czynności w przewodzie doktorskim, w postępowaniu habilitacyjnym oraz w postępowaniu o nadanie tytułu profesora* (Dz. U. 2018, poz. 261).

**W związku z powyższym wnioskuję o dopuszczenie rozprawy doktorskiej Pana mgr Michała Radke nt. *Nadmierny optymizm w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych do publicznej obrony oraz dalszych etapów przewodu doktorskiego.***

dr hab. Mariusz Kicia