

prof. dr hab. Waldemar Tarczyński
Uniwersytet Szczeciński
Instytut Ekonomii i Finansów
Katedra Finansów Zrównoważonych i Rynków Kapitałowych

Ocena

pracy doktorskiej mgr **Michała Radke** pt.: *„Nadmierny optymizm w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych”*

Po zapoznaniu się z treścią stwierdzam, że praca doktorska mgr Michała Radke niewątpliwie stanowi wartościowe opracowanie. Nie ulega wątpliwości, że problematyka znaczenia opinii i rekomendacji na rynku kapitałowym jest jednym z najistotniejszych źródeł informacji dla inwestorów giełdowych. Jak słusznie zauważa Autor we wstępie rozprawy rola rekomendacji giełdowych koncentruje się na konkretnych papierach wartościowych i systematycznie się zwiększa na giełdach papierów wartościowych, szczególnie w okresach niestabilności rynków kapitałowych i gospodarek. Większość rekomendacji jest efektem analizy fundamentalnej i analizy wskaźnikowej. W literaturze przedmiotu i w praktyce wyróżnia się dwa rodzaje rekomendacji: *sell-side* oraz *buy-side*. Przedmiotem badań Autora były rekomendacje typu *sell-side*. Techniki i metody analiz stosowane na rynkach kapitałowych w większości przypadków wykorzystywały hipotezy efektywności rynków i racjonalności podejmowanych decyzji. Zrozumienie tego co się dzieje na rynkach kapitałowych na gruncie tych hipotez okazało się w praktyce utrudnione. Przyczyn takiego stanu rzeczy można się doszukiwać w nieuwzględnianiu psychologicznych aspektów zachowań inwestycyjnych. Kieruje to uwagę zarówno badaczy jak i praktyków rynku kapitałowego w kierunku finansów behawioralnych.

W rozprawie podjęto próbę zbadania występowania zjawiska nadmiernego optymizmu w wycenach dokonywanych przez analityków w rekomendacjach giełdowych. Objawia się to jednostronnymi błędami wyceny papierów wartościowych w

odniesieniu do realnej ceny osiągananej przez poszczególne akcje w dniu zapadalności rekomendacji. Lokalizuje to tę pracę właśnie w nurcie finansów behawioralnych. Autor wskazuje, że w literaturze przedmiotu brak jest jednoznacznego określenia skłonności behawioralnych związanych z pozytywnym bądź negatywnym przewidywaniem przyszłości.

Prowadzi to do zasadniczego celu pracy, którym było zweryfikowanie nadmiernego optymizmu analityków w wycenach przedsiębiorstw na podstawie raportów giełdowych. Podstawą była analiza postaw analityków w wycenach przedsiębiorstw rozumiana jako odchylenie ceny docelowej od ceny rynkowej na koniec badanego okresu (cykle po 3, 6, 9 i 12 miesiącach od momentu sporządzenia rekomendacji giełdowej).

Wychodząc z głównego celu Autor sformułował pięć celów szczegółowych (pomocniczych) pracy:

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

Jak wynika z celów badawczych efektem końcowym tak zaprojektowanych badań ma być rozpoznanie istoty i znaczenia zjawiska nadmiernego optymizmu w wycenach przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Z celów jakie zostały postawione w pracy wynikają hipotezy badawcze:



- Analitycy płci męskiej i żeńskiej różnią się pod względem postaw w sporządzanych rekomendacjach.
- Doświadczenie analityków giełdowych różnicuje poziom postaw w sporządzanych rekomendacjach.
- Certyfikat posiadany przez analityków giełdowych różnicuje poziom postaw w sporządzanych rekomendacjach.
- Stanowisko zajmowane przez analityków różnicuje poziom postaw w sporządzanych rekomendacjach.
- Skład osobowy sporządzających rekomendacje giełdowe różnicuje poziom postaw w sporządzanych rekomendacjach.
- Występowanie wysokiego poziomu dyspozycyjnego optymizmu wśród analityków giełdowych jest istotne statystycznie.
- Analitycy sporządzający rekomendacje cechują się wyższym poziomem optymizmu niż próba ogólnokrajowa normalizacyjna dla populacji polskiej.

Każdą pracę prowadzącą do rozpoznania istoty i znaczenia nadmiernego optymizmu w wycenach przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie należy powitać z uznaniem. Proponowany przez Autora temat dlatego należy uznać za ważny i warty rozprawy doktorskiej. Podejmując ten ważny i trudny zarazem temat Doktorant postawił w pracy bardzo ambitne zadania badawcze, zarówno w obszarze teorii i metodyki, jak i aspektów poznawczych.

Akceptuję przyjęty w rozprawie cel badania oraz postawione hipotezy badawcze wynikające z celów jakie postawił przed sobą w rozprawie Doktorant. Strona metodologiczna pracy nie budzi zastrzeżeń. Doktorant dobrze poradził sobie z nierzadko trudnymi problemami ekonomicznymi. Dobrze dokonał też przeglądu literatury przedmiotu porządkując wiele różnych koncepcji i podejść. Bardzo wysoko oceniam wyniki badań empirycznych zamieszczone w pracy. Badania są przeprowadzone bardzo rzetelnie i dobrze udokumentowane.

Weryfikacji przyjętych założeń i realizacji celu badań dokonano na podstawie badań empirycznych przeprowadzonych dla danych rzeczywistych zebranych z raportów analitycznych za lata 2005-2018. Próba liczyła 3245 rekomendacji, co czyni

przeprowadzenie badania możliwym. Dane na potrzeby zastosowanych testów psychologicznych pochodzą z badania ankietowego przeprowadzonego na próbie aktywnych analityków giełdowych w Polsce od września 2019 do marca 2020 roku. Badania podzielono na dwie części – badania dotyczące występowania optymizmu rozumianego jako trafność rekomendacji w ujęciu statycznym, a także badania dotyczące występowania optymizmu wśród analityków, przeprowadzone z wykorzystaniem testów psychologicznych (Skala Orientacji Pozytywnej oraz *Life Orientation Test* (LOT-R)).

Zadanie podjęte w pracy jest na pewno trudne. Oceniam, że Doktorant poradził sobie z problematyką nadmiernego optymizmu w wycenach przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie bardzo dobrze, a recenzowana praca może być przyczynkiem do powstania zwartej monografii w tym zakresie.

Treść pracy jest zgodna z tytułem pracy. Tytuły rozdziałów pracy są dostosowane do treści pracy. Konstrukcję pracy oceniam dobrze. Praca składa się z pięciu rozdziałów, wstępu, zakończenia, bibliografii, dwóch załączników oraz spisów: tabel, wykresów, schematów i rysunków. W pracy została wykorzystana najważniejsza literatura krajowa i zagraniczna z zakresu tematycznego pracy obejmująca 254 pozycje. Wykorzystanie adekwatnej literatury jest jednym z warunków pozytywnej oceny rozprawy doktorskiej. Przeprowadzone badania zostały prawidłowo udokumentowane, czego dowodem jest obszerna dokumentacja zamieszczona w rozdziałach empirycznych. Kolejność poszczególnych rozdziałów odpowiada kolejności etapów badania naukowego podporządkowanych realizacji celu badania.

Bardzo dobrze oceniam redakcyjną i formalną stronę pracy – została ona przygotowana bardzo starannie. Całość pracy została zamieszczona na 251 stronach. Ponieważ zwięzła charakterystyka poszczególnych rozdziałów została ujęta we wstępie, jako recenzent czuję się zwolniony z charakterystyki treści rozdziałów pracy. Walory pracy i osiągnięcia Doktoranta można ująć w następujące punkty:

1. W pracy dokonano krytycznego przeglądu literatury w zakresie ewolucji postrzegania zjawisk w finansach, klasyczna teoria finansów a finanse behawioralne. Autor uporządkował wiele koncepcji i teorii w tym zakresie (rozdział 1 pracy).

2. Bardzo transparentne przedstawienie znaczenia i występowania optymizmu oraz pewności siebie na rynkach finansowych osadzone na gruncie literatury światowej i badań przeprowadzonych w tym zakresie na świecie i w Polsce.
3. Doktorant wykazał, że do badania zjawiska nadmiernego optymizmu analityków giełdowych sporządzających rekomendacje właściwe jest podejście holistyczne, które pozwoliło na zweryfikowanie występowania wysokiego poziomu dyspozycyjnego optymizmu wśród analityków giełdowych za pomocą testów psychologicznych *Life Orientation Test* i Skali Orientacji Pozytywnej.
4. W trakcie badań Doktorant analizując dane statystyczne wykazał, że poziom optymizmu badany jako trafność rekomendacji giełdowych na dzień zapadalności rekomendacji giełdowej wykazał, że rekomendacje w 40,30 % wykazywały nadmierny optymizm, w 9,20 % optymizm, poprawnie wycenionych było 12,20 % rekomendacji, pesymistycznych było 11,00 %, a nadmierny pesymizm wykazało 27,30 % rekomendacji. Warto zauważyć, że wyniki te są zgodne z wynikami uzyskanymi wcześniej przez innych badaczy.
5. Na podstawie przeprowadzonych badań Doktorant wykazał, że nadmierny optymizm w wycenach przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w raportach analityków giełdowych jest bardzo ważnym źródłem ryzyka inwestycyjnego, które dzięki metodom z obszaru finansów behawioralnych może być istotnie ograniczone.
6. Propozycja Doktoranta i przeprowadzone przez niego badania empiryczne oraz weryfikacja postawionych hipotez badawczych otwierają szerokie możliwości rozbudowy teorii i praktyki dla oceny nadmiernego optymizmu w wycenach przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Można opracować na tej podstawie określone strategie działania inwestorów giełdowych na rynku kapitałowym.
7. Wartością dodaną pracy są badania statystyczne i wnioski statystyczne odnoszące się do czynników socjodemograficznych (płeć, doświadczenie, wykształcenie oraz wiek) wpływających na postawę w wycenach przedsiębiorstw oraz badania psychologiczne testami *Life Orientation Test* oraz Skala Orientacji Pozytywnej.

8. Dodatkowym walorem pracy jest dobra dokumentacja przedstawionych w pracy badań.

Cele, jakie postawił przed sobą Doktorant zostały w pełni zrealizowane, a wiele propozycji zawartych w pracy są wybitnym osiągnięciem Doktoranta, na co wskazano powyżej.

W pracy są również sformułowania dyskusyjne lub budzące uwagi i pytania. Z obowiązku recenzenta zamieszczam je poniżej.

1. Hipotezy postawione w pracy są powtórzeniem celów. Nie są one doprecyzowane (poza hipotezami 6 i 7). Są za mało szczegółowe i literalnie nie wymagają weryfikacji ponieważ są oczywiste bez badań. Na przykład stwierdzenie w hipotezie, że *różnicuje poziom postaw* (hipotezy 1-5) nie jest dobre. Jak różnicuje ? Jak się to ma do statystycznej istotności tej różnicy ?
2. W rozdziale 4 przedstawiono metody wyceny akcji w rekomendacjach giełdowych. Warto było podać założenia tych metod oraz ich zalety i wady (tak jak zrobiono to dla metod mnożnikowych, s. 143 i dalsze). Ma to istotny wpływ na jakość wyceny i ryzyko z tym związane.
3. Przedstawiono w pracy wyniki ciekawych badań i zweryfikowano hipotezy badawcze. Zabrakło głębszej merytorycznej oceny zastosowanych metod i wskazania bardziej wyraźnie konkretnych efektów z zastosowania tych metod w ocenie nadmiernego optymizmu w wycenach przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Werbalna ocena pozostawia lekki niedosyt.
4. We wnioskach końcowych z przeprowadzonych badań zawartych w zakończeniu pracy należało podać co wynika z przeprowadzonych badań z ekonomicznego punktu widzenia dla rynku kapitałowego, jego uczestników oraz gospodarki kraju.
5. W pracy stwierdziłem pewną liczbę drobnych omyłek (literówek, przejęczyń, przekreń wyrazów), które nie mają jednak istotnego wpływu na walory pracy, dlatego odnotowując ten fakt nie przytaczam szczegółów.

Pragnę również zadać Autorowi dwa pytania, jakie nasunęły mi się w trakcie czytania rozprawy.

- 1) Jakie ekonomiczne znaczenie ma zjawisko nadmiernego optymizmu w wycenach przedsiębiorstw w kontekście rozwoju rynku kapitałowego ?
- 2) Jak Autor ocenia poziom wykorzystania wiedzy o nadmiernym optymizmie w wycenach przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przez inwestorów giełdowych w Polsce ?

Wymienione drobne uwagi nie podważają w żadnym stopniu wartości merytorycznej recenzowanej pracy. Dlatego biorąc pod uwagę walory naukowe rozprawy, duży nakład pracy, umiejętność posługiwania się aparatem matematycznym, dojrzałość Autora do podejmowania samodzielnych badań i zrealizowanie postawionego we wstępie celu badań uważam, że praca doktorska mgr Michała Radke pt.: *Nadmierny optymizm w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych* w pełni spełnia wymogi stawiane pracom doktorskim i stanowi podstawę do nadania stopnia naukowego doktora nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Konkludując oceny i sformułowania zawarte w niniejszej recenzji stwierdzam, że:

- Problem badawczy podjęty w rozprawie jest oryginalny i trafnie wybrany;
- Cele i hipotezy badawcze sformułowane w pracy czynią zadość wymogom stawianym w tym zakresie pracom doktorskim;
- Struktura pracy jest poprawna metodologicznie i zgodna z kolejnością etapów badania naukowego;
- Autor wykazał się wysokim poziomem wiedzy teoretycznej z zakresu nauk społecznych;
- Od strony formalnej rozprawa została przygotowana prawidłowo i pozwala na jednoznacznie pozytywną ocenę jej poziomu naukowego;
- Metodologia badań, przyjęte metody badawcze, ich dobór oraz interpretacja wyników badań z wykorzystaniem właściwej literatury przedmiotu są poprawne.



Zgodnie z Ustawą z dnia 20 lipca 2018 roku Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2022 r., poz. 574 z późn. zm.) wnoszę do Komisji Uniwersytetu Łódzkiego ds. stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse o przyjęcie pracy doktorskiej mgr Michała Radke pt.: *Nadmierny optymizm w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych* i dopuszczenie Autora do publicznej obrony pracy.

Szczecin, 2022.07.30

Waldemar Tarajski