

Prof. dr hab. Krzysztof Borowski  
Instytut Ryzyka i Rynków Finansowych  
Szkoła Główna Handlowa

Warszawa, 31.05.2022

**Recenzja pracy doktorskiej mgr Michała Radke pt. „Nadmierny optymizm w wycenach przedsiębiorstw notowanych na GPW, na podstawie raportów analityków giełdowych”, napisanej pod kierunkiem dr hab. prof. uczelni Radosława Pastusiaka i promotora pomocniczego dr Jakuba Kellera**

Ogólna charakterystyka pracy

Recenzowana dysertacja składa się ze wstępu, pięciu rozdziałów i zakończenia. Cztery rozdziały mają charakter teoretyczny, a ostatni – charakter empiryczny, chociaż można w nim znaleźć również elementy teoretyczne. Praca doktorska liczy łącznie 251 stron i została napisana na podstawie ponad 256 książek i artykułów naukowych, a ponadto wykorzystano w niej akty prawne (8) i strony internetowe (5).

Recenzowana praca umiejscowiona jest na styku dwu obszarów badawczych finansów: finansów behawioralnych oraz bankowości inwestycyjnej. W przypadku tej ostatniej chodzi głównie o działalność instytucji finansowych w zakresie wydawanych rekomendacji analitycznych dla inwestorów operujących na rynkach finansowych. W związku z powyższym recenzowaną pracę można uznać za interdyscyplinarną.

Celem głównym pracy była weryfikacja występowania efektu optymizmu i nadmiernego optymizmu analityków w wycenach przedsiębiorstw na podstawie raportów giełdowych – za pomocą analizy postaw analityków w wycenach przedsiębiorstw, rozumianych jako odchylenie ceny docelowej wyceny, od ceny rynkowej na koniec badanego okresu, tj. po 3,6, 9 i 12 miesiącach od momentu sporządzenia rekomendacji giełdowej. Celowi głównemu odpowiada następująca teza, postawiona w dysertacji: „Nadmierny optymizm analityków w wycenach przedsiębiorstw jest istotny statystycznie” (str. 173).

Cel główny miał zostać osiągnięty poprzez realizację celów pomocniczych, uwzględniających takie czynniki socjodemograficzne dotyczące analityków sporządzających rekomendacje giełdowe jak: doświadczenie, płeć, legitymowanie się określonym certyfikatem, stanowisko w firmie inwestycyjnej oraz skład komitetu wydającego rekomendację (jednoosobowy lub grupa). W związku z powyższym postawionych zostało pięć hipotez pomocniczych (str. 173). W celu stwierdzenia (lub nie) występowania efektu optymizmu wśród analityków, wystawiających rekomendacje, posłużono się ankietą, składającą się z dwu testów psychologicznych: *Life Orientation Test* oraz Skali Orientacji Pozytywnej, wykorzystywanych w literaturze światowej. Dla tych dwu testów psychologicznych sformułowane zostały dwie hipotezy badawcze (str. 173)

Próba badawcza liczyła łącznie 3245 rekomendacji na tzw. sell-side z 27 różnych domów maklerskich, dla 216 spółek z okresu 25.10.2005 – 31.12.2018 r. (Autor umyślnie pomija okres obejmujący pandemię COVID-19 na rynkach finansowych, z uwagi na trudność w przewidzeniu zachowania się cen).

## Charakterystyka poszczególnych rozdziałów pracy

### Rozdział 1.

W rozdziale tym Autor przedstawia ewolucję postrzegania zjawisk w teorii finansów, od finansów klasycznych po teorię finansów behawioralnych, przechodząc przez problematykę funkcji użyteczności, krzywych obojętności, zagadnienie efektywności rynków kapitałowych, problematykę emocji, jako czynnika w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych przez uczestników rynków kapitałowych, zagadnienie występowania określonych heurystyk wśród inwestorów z podziałem tych ostatnich na inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych oraz kobiety i mężczyzn.

### Rozdział 2.

Rozdział ten dedykowany jest problematyce występowania oraz znaczenia optymizmu oraz pewności siebie na rynkach finansowych. Autor prezentuje podział optymizmu na podstawie dostępnej literatury przedmiotu, z uwzględnieniem odniesień do teorii psychologii. Zamieszczony przegląd literatury zawiera zarówno pozycje anglo- jak i polskojęzyczne. W kolejnym podrozdziale zamieszczone zostały dywagacje na temat efektu nadmiernej pewności siebie na rynku finansowym, a w następnym podrozdziale zamieszczono informacje na temat trafności

wydawanych raportów analitycznych, jako przykładu optymizmu i pewności siebie analityków giełdowych.

Sposób prezentacji zagadnień teoretycznych, w dwu pierwszych rozdziałach świadczy o bardzo dobrej znajomości tematyki przez Autora, o gruntowym przemyśleniu opisywanych zagadnień – jest to, w mojej ocenie obraz spójny i kompletny, zawierających najważniejsze zagadnienia teoretyczne i kluczowe pozycje światowej oraz krajowej literatury.

### Rozdział 3

W tej części pracy Autor skupia się na problematyce rekomendacji giełdowych w Polsce, traktując je jako dodatkową działalność maklerską. W rozdziale 3.2 Autor prezentuje etyczne uwarunkowania raportów analitycznych z uwzględnieniem problematyki konfliktu interesów oraz moralnych, a właściwie niemoralnych zachowań analityków giełdowych. Przedstawiane przez Autora zagadnienia uwzględniają rozróżnienie na tzw. sell-side oraz buy-side w bankach inwestycyjnych. Autor słusznie dostrzega brak jednolitego systemu/schematu prezentowania rekomendacji inwestycyjnych według np. trzy lub pięciostopniowej skali. Na rynku kapitałowych panuje chaos nomenklaturowy uniemożliwiający płynne przejście z języka rekomendacji stosowane przez jeden podmiot, do języka, wykorzystywanego w innym (str. 109-111).

Autor wykazał się bardzo dobrą znajomością problematyki rekomendacji inwestycyjnych. Jednak, moim zdaniem, w rozdziale tym wskazane było poszerzenie prezentowanych zagadnień także na inne segmenty rynku kapitałowego: rynek surowców, FX oraz kryptowalut z uwagi na fakt, iż wyniki finansowe podmiotów giełdowych (czy też wycena wartości spółek, która jest przedmiotem rozdziału czwartego) zależą często od cen towarów/surowców oraz kursów walutowych. Ponadto istnieje określona grupa podmiotów specjalizująca się w wydawaniu rekomendacji/zalecań/porad inwestycyjnych właśnie na rynkach surowcowych czy walutowych. Jestem świadom, że tytuł pracy odnosi się do spółek notowanych na GPW, jednak tytuł rozdziału trzeciego brzmi „Rekomendacje giełdowe w Polsce” co może sugerować włączenie do nurtu rozważań rekomendacji dla towarów/surowców kwotowanych na giełdach towarowych. Ponadto, jak łatwo sprawdzić na stronach internetowych wielu polskich biur maklerskich, dostępne są rekomendacje/zalecenia/porady dotyczące rynku FX (por strona internetowa DM BOS: [www.bossa.pl](http://www.bossa.pl)).

#### Rozdział 4.

Ten rozdział poświęcony jest szeroko rozumianej analizie fundamentalnej, a w szczególności metodom wyceny spółek giełdowych. Autor w bardzo sprawny sposób przedstawił najważniejsze elementy wyceny akcji spółek notowanych na giełdzie. W sprawny, dlatego że pozycje zwarte z tej tematyki liczą często po kilkaset stron, podczas gdy Jemu udało się to zagadnienie na 58 stronach. Autor skoncentrował się na najbardziej popularnych metodach wycen akcji, tj. na metodach dochodowych i porównawczych. Nie zabrakło też miejsca na dyskusję odnośnie błędów w wycenie i dylematów stojących przed analitykami w procesie wyceny akcji (rozdział 4.3), w tym dokładności i precyzyjności stosowanych modeli wycen. Ostatnia część tego rozdziału poświęcona została problematyce klasyfikacji prognozowania, z uwzględnieniem prognozowania racjonalnego i nieracjonalnego.

W duchu tego ostatniego elementu, omawianego w rozdziale czwartym, sądzę że właściwym było zaznaczenie na rysunku 2 (str. 117) pewnych obszarów w pobliżu punktów przecięcia krzywych „Wartość wewnętrzna akcji” oraz „Aktualna cena rynkowa akcji”, w których można uznać, że aktualna cena rynkowa akcji jest równa wartości wewnętrznej, z dokładnością do błędu prognozy lub błędy wynikającego ze zmienności cen akcji. W obecnym kształcie tego rysunku, jedynie w trzech punktach można powiedzieć, że taka równość zachodzi – zatem odchylenie ceny akcji na giełdzie o +/- 0,5% prowadzi od razu do przewartościowania lub niedowartościowania akcji. Należy jednak pamiętać, że inwestorzy posługujący się analizą fundamentalną nie będą podejmować decyzji o kupnie lub sprzedaży określonych walorów, przy tak małych przewartościowaniu/niedowartościowaniu akcji.

Ponadto właściwym było wskazanie, że oprócz analizy fundamentalnej, znaczna grupa inwestorów posługuje się analizą techniczną w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynkach, co przekłada się zmiany odchylenia ceny giełdowej od wartości wewnętrznej analizowanych walorów. Innymi takimi metodami, chociaż pozostającymi w mniejszości są: teoria portfelowa, teoria chaosu czy też teoria fraktali.

#### Rozdział 5.

Rozdział o charakterze aplikacyjnym, z pewnymi elementami teoretycznymi, w których Autor stara się dowieść sformułowanych hipotez za pomocą holistycznego podejścia, z wykorzystaniem nie tylko wycen z raportów analitycznych, ale też z uwzględnieniem testów psychologicznych Life Orientation Test oraz Skali Orientacji Pozytywnej. Do oceny postaw

rekomendacji Autor zastosował zaproponowaną przez siebie subiektywną skalę (str. 180), stworzoną na bazie wcześniejszych badań z tego obszaru.

Badania przeprowadzone w tym rozdziale, są według mojej oceny, wykonane z wykorzystaniem właściwych metod badawczych i świadczą o gruntownej znajomości tematyki. Otrzymane wyniki są bardzo ciekawe, zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia – wnoszą one interesujące spostrzeżenia do obecnego stanu wiedzy.

W rozdziale tym zabrakło, moim zdaniem dyskusji poświęconej zależności ceny docelowej z rekomendacji i koniunktury na rynku wtórnym akcji. Można oczekiwać, że wraz z pogarszaniem się koniunktury na GPW w Warszawie lub/oraz na innych giełdach światowych, ceny docelowe analizowanych akcji będą zawyżone, co prowadzi będzie do określonych wyników badań efektu optymizmu i nadmiernego optymizmu, poruszanych w pracy.

Nie do końca zrozumiałym jest opis Miernika Gamma Goodmana i Kruskala – chodzi mi o samo sformułowanie (opis) zastosowane przez Autora na stronie 184, bowiem ze wzoru wynika jasno, jak ten Miernik jest kalkulowany. Podobne uwagi można uczynić w stosunku do opisu współczynnika d Sommersa (ta sama strona).

Przy wyjaśnieniu zmiennych użytych w procesie kalkulacji V Cramera (str. 185) – objaśnienie zmiennej  $\chi^2$ , następuje z użyciem tej samej zmiennej.

### Reasumpcja

Recenzowana dysertacja doktorska jest dziełem dojrzałym, które powstało po gruntownej analizie przedmiotu, szerokich studiach literaturowych, właściwym zaplanowaniu układu pracy oraz hipotez badawczych, i w konsekwencji ich weryfikacji. Łatwo zauważyć, że Doktorat doskonale wie co chce osiągnąć w swoim doktoracie i systematycznie realizuje to zadanie. Takie wnioski nasuwają się po przeanalizowaniu tej pracy.

Warto też zwrócić uwagę, że praca wpisuje się w modny obecnie temat szeroko rozumianej równości płci na rynku finansowym. Oczywiście w pracy Autor podchodzi do tego zagadnienia nie od strony odsetka obsadzonych stanowisk menedżerskich na rynku finansowym przez kobiety i mężczyzn, ale interesuje go fakt, czy płeć analityka ma wpływ na sposób wyceny spółek giełdowych i czy decyduje ona o poddawaniu się efektownemu optymizmowi lub też nadmiernemu optymizmowi.

Wskazane w recenzji uwagi/ komentarze, mają na celu jedynie doprecyzowanie pewnych nielicznych i być może dyskusyjnych uwag lub spostrzeżeń. Rzadko kiedy można spotkać tak poprawnie napisaną pracę doktorską. Oby więcej takowych!

Wniosek

**Recenzowaną dysertację doktorską oceniam bardzo wysoko, jako bardzo poprawnie napisaną, z właściwie postawionymi hipotezami, szerokim przeglądem literatury przedmiotu, a w końcu zwieńczoną dyskusją otrzymanych, bardzo ciekawych rezultatów badań empirycznych. Na uwagę zasługuje fakt, że praca porusza się w przestrzeni interdyscyplinarnej między bankowością inwestycją, a finansami behawioralnym, co dodatkowo zwiększa jej stopień trudności i atrakcyjności otrzymanych wyników.**

**Dlatego też:**

- 1. Uprzejmie proszę o dopuszczenie jej do dalszych etapów postępowania o nadanie Panu magistrowi Michałowi Radke stopnia doktora w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.**
- 2. Stawiam wniosek o wyróżnienie tej pracy doktorskiej.**

