



Bnin, 12 lipca 2019

Recenzja

rozprawy doktorskiej mgr Tomasza Wyłudy:

***Determinanty fundamentalnych anomalii inwestycyjnych
w aspekcie hipotezy efektywności rynku kapitałowego na polskich rynkach
New Connect i GPW***

Recenzja została przygotowana na zlecenie Rady Wydziału Ekonomii Ekonomicznych Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.

I. Omówienie rozprawy

Pan mgr Tomasz Wyłuda postawił sobie, jako cel rozprawy zbadanie wybranych czynników mogących mieć wpływ na występowanie anomalii rynków kapitałowych. Swoją uwagę skupił tutaj na rynkach GPW i New Connect. W ten sposób, doktorant uzyskał możliwość porównania wyników swoich badań na dwóch rynkach, z których pierwszy jest rynkiem już wielokrotnie badanym, natomiast drugi stanowi oryginalny obszar badań. Realizacji tego celu służyło dowiedzenie głównej tezy głoszącej, że:

Istnieją zależności pomiędzy wybranymi czynnikami fundamentalnymi a anomaliami Cena/Zysk (C/Z) i Cena/Wartość księgową (C/KW)

Zmierzając do dowiedzenia tej tezy Doktorant weryfikuje następujące hipotezy badawcze:

- Anomalie C/Z i C/WK są bardziej widoczne dla spółek małych (sWIG 80) i bardzo małych (NCI) niż dla spółek dużych (WIG 20) i średnich (mWIG 40);
- Istnieją czynniki ekonomiczne, które oddziałują na występowanie anomalii C/Z i C/WK ;
- Występują różnice w sile występowaniu anomalii C/Z i C/WK w poszczególnych sektorach gospodarki;

- Występuje efekt „dodawania anomalii”, to jest można wykorzystać anomalie C/Z i C/WK w połączeniu z innymi anomaliami informacyjnymi do budowy strategii osiągającej ponadprzeciętne zyski;
- W wyniku konwergencji gospodarczej Polski w stosunku do krajów wyżej rozwiniętych następuje upodobnienie determinant anomalii C/Z i C/WK.

Opis tych badań zawiera przedstawiona przez pana mgr Tomasza Wyłudę rozprawa doktorska. Główna treść rozprawy została rozmieszczona w 6 rozdziałach, które łącznie dzielą się na 39 podrozdziałów. Całość rozprawy została uzupełniona 2 załącznikami.

Dobrym punktem wyjścia dla oryginalnych rozważań Doktoranta jest podjęta w początkowych dwóch rozdziałach prezentacja teorii związanych z przedmiotem badań.

W Rozdziale 1 Autor przedstawia przegląd literatury na temat anomalii. Należy tutaj wyrazić żal, że w wyraźny sposób nie rozdzielono tutaj literatury na temat anomalii występujących na rozwiniętych rynkach zagranicznych i literatury na temat anomalii na rynkach polskich. Przecież Doktorant ma świadomość występowania tych różnic w momencie formułowania jednej z hipotez badawczych. Z drugiej strony, na wysoce pozytywną ocenę zasługuje tutaj bogaty zestaw literatury obejmujący zarówno źródła zagraniczne, jak źródła krajowe. Cytowane tutaj wyniki badań i wnioski płynące z rozważań w bardzo dobry sposób opisują przedmiot badań prowadzonych przez mgr Tomasza Wyłudę.

Rozdział 2 został poświęcony metodyce badań. Na wstępie Doktorant koncepcję podziału obszaru badań na podobszary jednorodne. Dokonano tutaj podziału rodzajowego uwzględniającego wyróżniki fundamentalne różnicujące badane spółki akcyjne, który to podział skrzyżowano z ilościowym podziałem kwintylowym dzielącym obszar badań na podobszary o bardziej jednorodnej wartości obserwowanego wskaźnika. Dzięki tak wyrafinowanej organizacji obszaru badań, uzyskano próby badawcze o niskiej zmienności wewnętrznej, co bardzo pozytywnie wpłynęło na jakość prowadzonego później wnioskowania statystycznego. Ponadto w rozdziale tym zapoznano czytelnika z metodami liczenia wartości wskaźników księgowych C/Z

i C/WK. Największą część rozdziału zajmuje omówienie metod pomiaru efektywności finansowej. Przedstawiony tutaj jest dobrze dobrany i uzasadniony zestaw wskaźników pomiaru efektywności finansowej. Zestaw ten jest poszerzony o autorską propozycję nowego wskaźnika efektywności finansowej. Doktorant to poszerzenie trafnie uzasadnia.

Kolejne cztery rozdziały opisują badania empiryczne prowadzone przez Doktoranta w celu dowiedzenia postawionej tezy. W Rozdziale 3 mgr Tomasz Wyłuda omawia występowanie anomalii C/Z i C/WK obrębie poszczególnych grup spółek akcyjnych indeksowanych przez ten sam indeks giełdowy. W Rozdziale 4 są opisane badania wpływu czynników mikroekonomicznych na anomalie C/Z i C/WK.. Występowanie anomalii cenowych C/Z i C/WK w poszczególnych sektorach branżowych jest badane przez Doktoranta w Rozdziale 5. Problemowi synergii anomalii C/Z i C/WK z pozostałymi anomaliami został poświęcony Rozdział 6. Każdy z tych rozdziałów został podzielony na podrozdziały według klucza określonego przez zmienność badanego czynnika wpływu. W każdym z tych podrozdziałów rozpatrywanych jest szereg przypadków. Dla każdego z tych przypadków określaną są wnioski szczegółowe zmierzające do wykazania poszczególnych hipotez badawczych. W zakończeniu do każdego z rozdziałów wnioski te są syntetyzowane i formułowane są wnioski potwierdzające poszczególne hipotezy badawcze.

Ostatecznie w Zakończeniu, w oparciu o zebrane w czterech ostatnich rozdziałach wnioski, Doktorant wnioskuje o prawdziwości dowodzonej tezy doktorskiej, co stanowi właściwe zwięźczenie pracy. Przedstawione tutaj też są sugestie dalszych kierunków badań.

Całość jest uzupełniona dwoma załącznikami. W Załączniku 1 przedstawiono procedury wyznaczania wartości zastosowanych wskaźników. W Załączniku 2 opisane są testy statystyczne służące weryfikacji istotności dostrzeżonych zależności.

II. Uwagi techniczne

Rozprawa została zredagowana według bardzo wyraźnego planu. Całość treści została podzielona na rozdziały wyraźnie różniące się poruszaną tematyką i sposobem analizy naukowej. Stosowany dalej podział na podrozdziały, a te z kolei na sekcje także w bardzo trafny sposób organizuje sam tekst. Taki dwustopniowy podział stanowi niezbędne ramy całej pracy. Sposób segmentacji tej pracy oceniam celująco. Szczególnie wielkie pozytywne wrażenie zrobiły na mnie Rozdziały 3-6. W rozdziałach tych zawarty jest opis przeprowadzonych badań wraz z uzyskanymi indukcyjne wnioskami. Po raz pierwszy mojej karierze profesorskiej widzę pracę doktorską z tak jednoznacznie i czytelnie opisanym schematem i przebiegiem prowadzonego wnioskowania indukcyjnego.

Korzystnie oceniam przeniesienie części formalnych do załączników. Uczyniło to opis prowadzonego badania jeszcze bardziej czytelnym. Poprawne są też spisy tabel i rysunków. Zadawalający jest też sposób ujęcia bibliografii.

Na wysoce pozytywną ocenę zasługuje też sposób opracowania graficznej prezentacji wyników przeprowadzonych analiz poszczególnych przypadków.

Przygotowana rozprawa nie jest też wolna od szeregu wad redakcyjnych, które niestety utrudniają jej lekturę oraz jej ocenę.

Pan mgr Tomasz Wyłuda ma świadomość, że w swej pracy używa dwóch różnych pojęć: „efektywność finansowa” oraz „efektywność informacyjna”. Pojęcia te definiuje nazbyt późno na stronie 10. Równocześnie cały czas używa skrótu myślowego efektywność, co czasami utrudnia identyfikację właściwego sensu prowadzonej narracji.

Doktorant nie definiuje pojęć strategia momentum i strategia kontrariańska w rozumieniu stosowanym w rozprawie. Równocześnie słusznie przyznaje, że są to pojęcia niejednoznaczne.

Autor nie opisuje dostawcy źródłowych danych – Quant Research.

Część stosowanych zmiennych nie jest predefiniowana. Przykładem są tutaj zmienne S1, ..., S5 użyte na stronach 147 i 148. To zjawisko nie predefiniowania powtarza się jeszcze w paru miejscach.

W pracy użyto wielu akronimów i specyficznych, co akurat tutaj wydaje się właściwe. Czytelnik jednak w pewnym momencie ginie w nawale pojawiających się nowych symboli. Moim zdaniem bardzo przydatnym jest uzupełnienie rozprawy o indeks zastosowanych ważniejszych akronimów i pojęć. Uważam jednak, że w wykazie tym powinny być umieszczone wszystkie akronimy i pojęcia specyficzne związane z prowadzoną w pracy analizą rynków kapitałowych. Wykaz symboli należałoby poszerzyć o numerację stron, na których symbole te zostały zdefiniowane w kontekście całego modelu. Ułatwiłoby to korzystanie z tego wykazu.

W załączniku 1 w części tabel pozostawiono opisy wierszy w języku angielskim, przy czym w części głównej rozprawy te same terminy są opisane w języku polskim.

W Załączniku 2 opisującym zastosowane testy statystyczne brak jakiegokolwiek cytowania źródła, z którego zaczerpnięto opisy tych testów. Stwarza to absurdalną ułudę, że Doktorant jest sam autorem opisanych metod statystycznych. Równocześnie stosowana terminologia sprawia wrażenie, że Autor miał problemy z przetłumaczeniem dostępnego mu tekstu na język polski.

Ze względu na zawartość merytoryczną uważam, że recenzowaną pracę należy opublikować. Przed opublikowaniem jest jednak konieczne przeredagowanie całej pracy. Warto tutaj skorzystać z bardziej wnikliwej recenzji wydawniczej i współpracy doświadczonego redaktora wydawniczego. Poddanie tekstu rozprawy takim zabiegom edycyjnym na pewno zwiększy ilość czytelników

III. Uwagi merytoryczne

Z punktu widzenia recenzenta, głównym celem rozprawy mgr Tomasza Wyłudę jest określenie wzajemnych relacji pomiędzy wybranymi charakterystykami rynku kapitałowego a występowaniem anomalii C/Z i C/WK. To moje postrzeżenie celu w pełni pokrywa się z tezą badawczą dowodzoną przez Doktoranta oraz z postawionymi przez niego hipotezami badawczymi. W tej sytuacji badane czynniki wpływu można uważać za przesłanki predykcyjne wspierające proces podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Głównym narzędziem badawczym była statystyka opisowa, którą Doktorant włada znakomicie. Uważam dobór takiego narzędzia formalnego za bardzo trafny i adekwatny do istoty proponowanych badań.

Omówienie wiedzy zebranej na temat przedmiotu badań ma charakter autorski. Taki sam charakter ma rozdział poświęcony omówieniu metodologii badań. Należy jednak tutaj podkreślić, że już w rozdziale znajdujemy element oryginalny. Jest nim zaproponowany przez mgr Tomasza Wyłudę autorski współczynnik badania efektywności. Postać tego czynnika została uzasadniona w poprawny sposób za pomocą wnioskowania indukcyjnego. Stwierdzam, że poprawnie wykazana przez Doktoranta użyteczność tego indeksu stanowi dla mnie wystarczającą przesłankę dla pozytywnej jego oceny.

Cztery kolejne rozdziały przedstawiają w pełni oryginalne badania empiryczne. O doskonałej formie przedstawienia struktury wnioskowania pisałem już w poprzedniej części. Taki sposób wnioskowania istotnie zwiększa wiarygodność uzyskanych wniosków i ostatecznie dowodu tezy doktorskiej. Bardzo duży też jest obszar badań, co ostatecznie podnosi ich uniwersalizm

Zaproponowany model pojawiania się anomalii C/Z i C/WK urzeka swą prostotą, co zawsze jest zaletą modeli zjawisk realnych. O jakości modelu decydują zawsze dwa czynniki:

- sposób uzasadnienia modelu,

- przydatność poznawcza lub użytkowa modelu.

Sposób uzasadnienia modelu oceniłem już pozytywnie powyżej. Sam Doktorant trafnie wskazuje, że użyteczność skonstruowanego modelu wynika z możliwości zastosowania tego modelu, jako systemu wspomagającego decyzje inwestycyjne. Właśnie tą właściwość modelu wykorzystał do jego weryfikacji. Ze swej strony, tak rozumianą użyteczność modelu oceniam pozytywnie. O wartości poznawczej modelu decydują tutaj jego funkcje deskryptywne. Model jest doskonałym opisem rynku kapitałowego i może stanowić przyczynek do zbudowania bardziej uniwersalnych teorii rynku kapitałowego. To decyduje, że model ten stanowi przyczynek do dalszego rozwoju nauk ekonomiczno-finansowych.

Przedstawiona praca doktorska nie budzi moich zastrzeżeń merytorycznych. Wyjątkowo pozostają więc jedynie przy zastrzeżeniach technicznych.

Z drugiej strony, lektura rozprawy doktorskiej i moja ciekawość wywołały we mnie pewne refleksje poznawcze.

Doktorant ogranicza się w swej pracy do badania jedynie pojedynczych czynników wpływu na anomalie C/Z i C/WK. Dlatego w trakcie obrony zadam Doktorantowi pytanie:

Czy jest celowym i jakie są możliwości badania interakcji czynników wpływu na anomalie C/Z i C/WK?

Doktorant w swej pracy pomija wpływ rynków walutowych na występowanie anomalii C/Z i C/WK. Dlatego w trakcie obrony zadam Doktorantowi pytanie:

Jakie są przesłanki takiego pominięcia i jakie mogą być jego skutki?

Doktorant konsekwentnie bada swój model dla przypadku inwestycji o horyzoncie czasowym 1 miesiąca. Istotnymi rynkami wykorzystującym anomalie cenowe są rynki HFT. Dlatego w trakcie obrony zadam Doktorantowi pytanie:

Proszę uzasadnić pogląd, że proponowany przez Pana model można lub nie można zaadoptować na rynku HFT.

IV. Podsumowanie

Wszystkie powyższe techniczne zastrzeżenia, co do recenzowanej pracy doktorskiej nie powinny jednak przysłać pozytywnej oceny pracy naukowej mgr Tomasza Wyłudy. Wszak błędów nie robi tylko ten, kto nie robi nic. Doktorant nie boi się wymagań stawianych przez istotę prowadzonych badań.

Postawiona teza doktorska została dowiedziona w sposób jednoznaczny. Zaproponowane podejście badawcze do problemu predykcji anomalii rynkowych jest oryginalne. Uzyskane wyniki mają zarówno walor teoretyczny, jak i walor praktyczny. Z punktu widzenia potrzeb teorii Doktorant model predykcji anomalii jest dobrze uzasadniony za pomocą dowodu empirycznego. Dowodząc, Doktorant wykazał wysoką predykcyjną użyteczność zastosowanego układu przesłanek, co równocześnie dowodzi aplikacyjnej przydatności tego modelu.

Do dorobku własnego Doktoranta zaliczam zaprojektowanie układu przesłanek prognostycznych oraz zaplanowanie, przeprowadzenie i opracowanie badań empirycznych służących ocenie empirycznych potwierdzających przydatność proponowanego układu przesłanek. Pozytywnie też oceniam poszerzenie proponowanego układu przesłanek o własną autorską propozycję oceny efektywności finansowej. Moja ocena wartości merytorycznej tego dorobku jest pozytywna.

Nie ma - moim zdaniem - żadnych wątpliwości, że przedstawione przez Doktoranta wyniki stanowią przyczynek do rozwoju nauk ekonomiczno-finansowych. Pierwsza przesłanka skłaniająca do postawienia takiej tezy jest to fakt określenia i uzasadnienia oryginalnego modelu predykcji anomalii rynkowych. Dla mnie osobiście kolejnym uzasadnieniem tej tezy jest fakt, że dostrzegam możliwość rozwinięcia zaprezentowanych przez Doktoranta wyników we własnych badaniach.

IV. Wniosek końcowy

Recenzowana rozprawa – stanowiąca interesujący oryginalny i użyteczny przyczynek do problemu oceny analizy anomalii na rynku kapitałowym – dowodzi dojrzałości naukowej Doktoranta. Przedstawiona przez mgr Tomasza Wyłudę praca w

Krzysztof Piasecki, Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Tomasza Wyłudy:
*Determinanty fundamentalnych anomalii inwestycyjnych
w aspekcie hipotezy efektywności rynku kapitałowego na polskich rynkach New Connect i GPW*

zupełności spełnia ustawowe wymogi stawiane rozprawom doktorskim i dlatego wnoszę o dopuszczenie Autora do publicznej jej obrony.

Równocześnie, kierując się moją bardzo wysoką oceną poziomu naukowego przedstawionej pracy, wnioskuję o nagrodzenie rozprawy doktorskiej pana Tomasza Wyłudy.


/ Krzysztof Piasecki