

Poznań, dnia 11.06.2025 r.

dr hab. Jarosław Kubiak, prof. UEP
Katedra Finansów Przedsiębiorstw
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Recenzja rozprawy doktorskiej Pana mgr Marka Straszaka
pt. **„Efektywność portfela akcji zbudowanego w oparciu o rekomendacje firm
inwestycyjnych”**

przygotowanej pod kierunkiem prof. dr hab. Jana Czekaja (promotor) oraz dra
Pawła Oleksego (promotor pomocniczy)

1. Podstawa opracowania recenzji

Podstawę formalną przygotowania recenzji stanowi decyzja Rady Dyscypliny Ekonomii i Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, która 8 kwietnia 2025 r. powołała mnie na recenzenta rozprawy doktorskiej magistra Marka Straszaka. Podstawą merytoryczną recenzji jest przedłożona rozprawa doktorska pod tytułem *Efektywność portfela akcji zbudowanego w oparciu o rekomendacje firm inwestycyjnych*, przygotowana pod kierunkiem prof. dr hab. Jana Czekaja oraz doktora Pawła Oleksego. Praca mieści się w dyscyplinie ekonomii i finansów.

2. Uwagi ogólne na temat rozprawy

Rozprawa doktorska magistra Marka Straszaka składa się ze wstępu, czterech rozdziałów, zakończenia, bibliografii, spisu tabel i rysunków oraz aneksu. Praca wraz z aneksem liczy 265 stron. Bibliografia zawiera 338 pozycji literatury, głównie anglojęzycznych, oraz 7 aktów prawnych. Liczba powołanych publikacji jest znacząca i wyczerpuje problematykę pracy. Wywód jest komunikatywny, ma charakter dyskursu naukowego. Rozprawa została zasadniczo przygotowana starannie, zarówno pod względem redakcyjnym, jak i edytorskim. Praca zawiera znaczną liczbę tabel i rysunków, co z punktu widzenia zakresu badań ujętych w pracy jest uzasadnione. Ułatwia to także analizę wyników oraz wnioskowanie.

3. Wybór tematyki rozprawy

Recenzowana praca odnosi się do problematyki znaczenia rekomendacji inwestycyjnych dla efektywności rynku kapitałowego (ujęcie makroekonomiczne) oraz dla wyników finansowych uzyskiwanych przez inwestorów na tym rynku (ujęcie mikroekonomiczne). Recenzowaną dysertację wyróżnia objęcie badaniami jednocześnie kwestii trafności, jak i skuteczności rekomendacji analityków finansowych oraz rozszerzenie tego obszaru o aspekt ich jakości. Uważam wybór problemu badawczego za trafny i oryginalny, a przedstawione uzasadnienie tego wyboru, za wskazujące na dobre rozpoznanie przez Doktoranta podjętej problematyki. Autor pogłębia wiedzę w zakresie analizowanego obszaru, co może także stanowić podstawę do prowadzenia dalszych badań. Podsumowując, zaproponowane badania należy uznać za ważne i aktualne.

4. Tytuł pracy, cel, hipotezy rozprawy oraz metody badawcze

Sformułowanie tytułu pracy jest poprawne. Odnosi się bezpośrednio do przyjętego głównego celu pracy.

Recenzowana rozprawa ma charakter teoriopoznawczy i empiryczny. Autor w następujący sposób określił cel rozprawy: „Głównym celem niniejszej dysertacji jest ocena efektywności portfela akcji zbudowanego w oparciu o rekomendacje inwestycyjne publikowane dla spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przez firmy inwestycyjne działające na polskim rynku kapitałowym.” Cel ten uznaję za bardzo ważny i odpowiedni dla rozprawy doktorskiej. Został on dobrze doprecyzowany poprzez sformułowanie pięciu celów szczegółowych:

- 1) Przeprowadzenie ewaluacji trafności rekomendacji inwestycyjnych pod kątem zgodności cen docelowych z rzeczywistymi kursami rynkowymi,
- 2) Zidentyfikowanie i wyjaśnienie roli wybranych czynników organizacyjnych i behawioralnych, związanych z pracą analityków giełdowych, w kształtowaniu jakości rekomendacji,

- 3) Dokonanie oceny skuteczności rekomendacji inwestycyjnych w krótkim terminie poprzez weryfikację możliwości wygenerowania ponadprzeciętnej stopy zwrotu zaraz po ich wydaniu,
- 4) Przeprowadzenie oceny skuteczności rekomendacji inwestycyjnych w długim terminie poprzez weryfikację efektywności portfeli inwestycyjnych zbudowanych w oparciu o potencjał inwestycyjny wynikający z rekomendacji oraz efektywności autorskiej strategii inwestycyjnej,
- 5) Zbadanie i określenie związku pomiędzy trafnością i skutecznością rekomendacji.

Uważam, że osiągnięcie tych celów, które dotyczą zarówno ilościowych, jak i jakościowych aspektów trafności i skuteczności rekomendacji bardzo podniosło walor poznawczy rozprawy. Co więcej, Doktorant w związku z zaprezentowanymi wyżej celami szczegółowymi sformułował piętnaście pytań badawczych. Przeprowadzone w ramach dysertacji badania pozwoliły odpowiedzieć na wszystkie te pytania i dogłębnie określić znaczenie rekomendacji dla trafności prognoz i możliwości tworzenia efektywnych portfeli akcji budowanych na ich podstawie.

Doktorant postawił w pracy cztery hipotezy:

H1: Publikowane przez firmy inwestycyjne rekomendacje dla spółek notowanych na GPW w Warszawie odznaczają się średnią trafnością.

H2: Czynniki organizacyjne oraz behawioralne związane z procesem tworzenia rekomendacji giełdowych wpływają na ich jakość.

H3: Wydawane przez analityków rekomendacje pozwalają na uzyskanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu w krótkim okresie.

H4: Portfel inwestycyjny zbudowany w oparciu o rekomendacje analityków giełdowych pozwala na uzyskanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu w długim okresie.

Weryfikacja wszystkich czterech hipotez służy poznaniu zależności, które dotyczą naukowo istotnych zagadnień. Zasadniczo zostały postawione poprawnie, choć w dalszej części recenzji, przy opisie procesu ich weryfikacji, zgłoszę uwagi polemiczne do sformułowania hipotez H1 oraz H2. Niewątpliwie weryfikacja hipotez umożliwia poznanie związków pomiędzy jakością i skutecznością rekomendacji a efektywnością portfela akcji – co pozwala wypełnić istniejącą

lukę badawczą. Hipotezy te zostały sformułowane na podstawie dokonanego przeglądu literatury i wyników dotychczasowych badań.

W pracy zastosowano dużą liczbę bardzo różnorodnych metod badawczych. Wynikało to z wieloaspektowego charakteru analiz. Do oceny rekomendacji zastosowano zarówno kryteria jakościowe, jak i ilościowe. Trafność rekomendacji inwestycyjnych została określona za pomocą następujących mierników:

- odsetka przypadków, w których kurs danego waloru podążał w kierunku wyznaczonym przez rekomendację,
- współczynnika trafności statycznej w różnych okresach,
- współczynnika trafności dynamicznej,
- odchylenia ceny rzeczywistej na koniec okresu ważności rekomendacji od prognozowanej przez analityka ceny docelowej.

Skuteczność rekomendacji zbadano:

- w krótkim okresie za pomocą analizy zdarzeń,
- w długim okresie przy wykorzystaniu metody portfeli kwintylowych oraz autorskiej strategii opartej na zaleceniach inwestycyjnych.

Istnienie zależności pomiędzy skutecznością rekomendacji dla danej spółki a trafnością cen docelowych wydawanych dla niej przez analityków dokonano za pomocą współczynnika korelacji Pearsona.

Analizy służące wyjaśnieniu znaczenia czynników organizacyjnych i behawioralnych dla jakości rekomendacji przeprowadzono za pomocą badania ankietowego. Do obróbki danych pozyskanych na podstawie odpowiedzi udzielonych przez 63 analityków zostały wykorzystane następujące metody statystyczne: korelacja rang Spearmana, współczynnik fi, test dokładny Fishera oraz regresja logistyczna.

Doktorant w trzecim rozdziale rozprawy w przejrzysty sposób przedstawił wszystkie założenia tych metod, następnie w rozdziale czwartym poprawnie je zastosował. Podsumowując, należy docenić podjęcie w pracy zarysowanego problemu naukowego. Zaproponowane metody badawcze są odpowiednie do osiągnięcia celu pracy.

5. Struktura pracy oraz charakterystyka i ocena poszczególnych rozdziałów

Praca, jak już wspomniano, składa się z czterech rozdziałów. W rozdziale pierwszym przedstawiono przegląd literatury z zakresu teorii efektywności rynku kapitałowego oraz finansów behawioralnych. W rozdziale drugim zaprezentowano definicję rekomendacji inwestorskich oraz dotychczasowe wyniki badań odnoszące się do ich trafności i skuteczności. W rozdziale trzecim kompleksowo przedstawiono metodykę badań empirycznych. Rozdział czwarty służył prezentacji wyników przeprowadzonych badań wraz z wnioskami z nich płynącymi. Kolejność rozdziałów i podrozdziałów jest w pełni prawidłowa, dobrze podporządkowana realizacji postawionych przez Doktoranta zadań badawczych.

Pierwszy rozdział ma charakter wprowadzający. Zaprezentowano w nim koncepcję efektywności rynków kapitałowych wraz z hipotezą rynku efektywnego (EMH). Przedstawiono metody testowania tej hipotezy w różnych jej formach. Najwięcej miejsca poświęcono metodom weryfikacji EMH w formie pól silnej, które wykorzystano w przeprowadzonych następnie badaniach empirycznych. Opisano podstawy finansów behawioralnych, w szczególności zagadnienie anomalii oraz błędów poznawczych występujących na rynkach kapitałowych. Ostatnia część rozdziału została przeznaczona na omówienie wyników dotychczas przeprowadzonych badań poświęconych weryfikacji hipotezy rynku efektywnego w Polsce. Należy docenić dobre uporządkowanie przeglądu literatury i jasność wyводу. Rozdział ten jest potrzebnym wprowadzeniem do dalszych rozważań i badań.

W rozdziale drugim przedstawiono definicję rekomendacji oraz akty prawne je regulujące. Doktorant zaprezentował strukturę raportu analitycznego. Najwięcej miejsca poświęcił tym częściom raportów, które dotyczą stosowanych metod wyceny spółek oraz metod szacowania ryzyka inwestycyjnego. Wnikliwie zostały omówione dochodowe oraz porównawcze podejścia do wyceny. Omawiając je, Autor wskazuje także, że niekiedy analitycy przyjmują subiektywne i mało staranne założenia do sporządzanych wycen. Następnie opisane zostały poszczególne rodzaje rekomendacji wraz z występującymi w praktyce zaleceniami. Ważną częścią rozważań była prezentacja znaczenia, jakie mają raporty analityczne dla prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego. Szczegółowo scharakteryzowano pojęcie jakości rekomendacji wraz z

określeniem jej wymiarów, a także czynników, które na nią wpływają. Przedstawiono także wyniki dotychczas przeprowadzonych badań weryfikujących trafność i skuteczność rekomendacji inwestycyjnych w Polsce i na świecie. Fragment ten był bardzo istotny z perspektywy postawionego celu rozprawy. W rozdziale tym zauważyłem jednak drobną nieścisłość. Na str. 81, gdzie Doktorant opisuje sposoby ujęcia ryzyka w wycenie, we wzorze na WACC oznaczenie t powinno być opisane jako stopa podatku dochodowego, a nie stopa procentowa.

W rozdziale trzecim Autor przedstawił metodykę badań. Zaprojektowanie takiego rozdziału uważam za bardzo dobre rozwiązanie, porządkujące rozprawę między innymi ze względu na różnorodny charakter zastosowanych metod i wielość obszarów objętych badaniem. Rozdział rozpoczęto od opisu próby badawczej oraz kryteriów, na podstawie których rekomendacje zostały zakwalifikowane do badań. Za okres analiz przyjęto lata 2005 – 2019. Brak objęcia badaniem okresu 2020 – 2023 uzasadniono możliwością zaburzenia wyników wynikającą z wystąpienia dużej zmienności rynków akcji wywołanej pandemią Covid-19 oraz wybuchem wojny w Ukrainie. Uzasadnienie to można uznać za racjonalne. W rozdziale szczegółowo opisano strukturę rekomendacji, liczebność oraz częstotliwość ich wydawania. Ostatecznie badaniem objęto 45 spółek akcyjnych, dla których w analizowanym okresie wydano 10 469 rekomendacji. W dalszej kolejności zaprezentowano metody badania trafności raportów analitycznych. Doktorant użył takich mierników jak: odsetek zgodności kursu waloru z rekomendacją, współczynnik trafności statycznej i dynamicznej oraz odchylenie ceny rzeczywistej od prognozy na koniec okresu ważności rekomendacji. Dobór miar uznaję za w pełni uzasadniony. Kolejną część rozdziału poświęcono przedstawieniu metodyki badania ankietowego przeprowadzonego wśród autorów rekomendacji. Badanie to służyło określeniu znaczenia czynników organizacyjnych i behawioralnych dla tworzenia rekomendacji. Doktorant przedstawił także metody weryfikacji skuteczności raportów analitycznych w krótkim i w długim okresie. Do analizy skuteczności w krótkim okresie zastosowano analizę zdarzeń, natomiast w długim okresie - metodę portfeli kwintylowych i autorskiej strategii stworzonej na podstawie zaleceń analityków. W ostatniej części rozdziału opisano

zastosowaną metodę badań zależności pomiędzy trafnością a skutecznością rekomendacji (analiza korelacji). Opis zastosowanych metod jest jasny. Wszystkie zaproponowane metody uznaję za właściwie dobrane dla potrzeb osiągnięcia nakreślonych wcześniej celów badań.

W rozdziale czwartym przedstawiono wyniki przeprowadzonych badań wraz z wnioskami. Rozdział ten został zaprojektowany w taki sposób, aby osiągnąć pięć celów częściowych przyjętych w ramach rozprawy.

Pierwszy etap badań służył weryfikacji hipotezy H1: *Publikowane przez firmy inwestycyjne rekomendacje dla spółek notowanych na GPW w Warszawie odznaczają się średnią trafnością*. Za nieco dyskusyjne można uznać sformułowanie „średnią trafnością”. Autor definiuje przedziały trafności na str. 111 – przy czym zaprezentowana autorska klasyfikacja jest z natury dyskusyjna. Sądzę, że przyjęte przedziały wymagałyby głębszego uzasadnienia – np. w kontekście dotychczasowych wyników badań trafności rekomendacji na rynku polskim, lub rynkach zagranicznych. Z drugiej jednak strony, przyjęta klasyfikacja pozwoliła Autorowi na weryfikację (odrzuć) tak postawionej hipotezy. Abstrahując od zgłoszonej uwagi, moja ocena tej części badań jest w pełni pozytywna. Autor wysnuł z nich prawidłowe (niezbyt optymistyczne dla naszego rynku kapitałowego) wnioski. Przy omawianiu wyników badania należy docenić podjętą dyskusję w zakresie oceny uzyskanych wyników. Autor przekonująco uzasadnia możliwe przyczyny relatywnie niskiej lub nawet bardzo niskiej trafności rekomendacji (niezależnie od sposobu jej pomiaru). Dobrze tłumaczy uwarunkowania dużych błędów prognozy ceny akcji zarówno dla rekomendacji pozytywnych, jak i negatywnych.

W drugiej części badań Doktorant zidentyfikował i wyjaśnił znaczenie wybranych czynników organizacyjnych i behawioralnych, związanych z pracą analityków giełdowych, dla kształtowania jakości rekomendacji. W tym celu omówiono wyniki ankiety przeprowadzonej wśród analityków akcji spółek, by określić czy wybrane czynniki organizacyjne i behawioralne (m. in. doświadczenie analityka, liczba wydawanych raportów, liczba analizowanych spółek, system pracy i wynagradzania pracowników firmy inwestycyjnej, indywidualne cechy analityka) mają związek z jakością rekomendacji. Bardzo doceniam przeprowadzenie tych badań i zgadzam się z wnioskami jakie formułuje Autor. Mam jednak wątpliwości co do

sformułowania drugiej hipotezy badawczej, której weryfikacji służyły te badania. Hipoteza H2 brzmi: *Czynniki organizacyjne oraz behawioralne związane z procesem tworzenia rekomendacji giełdowych wpływają na ich jakość.* Po pierwsze, zastosowane metody weryfikacji nie pozwalają na obiektywną weryfikację tak postawionej hipotezy – nie pozwalają bowiem badać przyczynowości zjawisk. Po drugie, w części odnoszącej się do czynników behawioralnych, hipoteza była weryfikowana na podstawie opinii analityków, w zakresie postrzegania ich własnego stylu pracy. Opinie te są z natury subiektywne i trudno, aby jednoznacznie pozwoliły ocenić fakt występowania błędów behawioralnych. Moje stanowisko odnośnie do tej hipotezy nie deprecjonuje znaczenia przedstawionych wyników badań. Są one bardzo interesujące i mogą być podstawą wydania rekomendacji w zakresie usprawnień, zmian w zakresie regulacji i nadzoru nad rynkiem kapitałowym w Polsce. Wnioski wysnute przez Doktoranta przy omawianiu wyników są w pełni poprawne. Sugerowałbym jednak unikać przy tego typu badaniach stawiania hipotezy wskazującej na przyczynowość. Za cenne uważam także osiągnięcie dodatkowego celu badań jakościowych, jakim było sprawdzenie czy subiektywne oceny lub odczucia autorów rekomendacji pokrywają się z rzeczywistymi danymi na temat różnych aspektów przygotowanych przez nich raportów.

Następna część badań dotyczyła oceny skuteczności rekomendacji inwestycyjnych w krótkim terminie poprzez weryfikację możliwości wygenerowania ponadprzeciętnej stopy zwrotu bezpośrednio po ich wydaniu. Oceny dokonano za pomocą analizy zdarzeń (zastosowano 3 warianty estymacji teoretycznych stóp zwrotu), którą wykorzystano do testowania rekomendacji pozytywnych, negatywnych i neutralnych. Zbadano także oddziaływanie raportów na kursy akcji spółek małych i średnich oraz dużych, a także w odniesieniu do poszczególnych sektorów. Wnioski wysnute z tych badań są w pełni poprawne. Oczywiście, można dyskutować nad adekwatnością przyjętych założeń odnośnie do długości okna estymacji i okna zdarzenia. Autor szczegółowo opisał przyjęte założenia dotyczące parametrów długości okna zdarzenia (t_{-10} , t_{+10}) i okna estymacji $<t_{-71}$, t_{-11}) i dobrze je uzasadnił. Nie wskazał jednak, jakie założenia przyjmowali inni autorzy w badaniach, do których Doktorant porównuje rezultaty swoich analiz. Ustalenie okna zdarzenia (t_{-10} , t_{+10}) prowokuje do zadania pytania, czy okno to nie jest zbyt długie w kontekście zaprezentowanych w

dysertacji wyników badań opinii analityków w zakresie długości reakcji kursu na opublikowanie przez nich rekomendacji. Otóż, 2/3 z nich wskazuje na to, że taka reakcja utrzymuje się jedynie do trzeciego dnia po wydaniu rekomendacji (str. 176). Wątpliwość ta, jak już wyżej wskazałem, nie ma wpływu na ogólną ocenę tej części rozważań. Doktorant bardzo dobrze podsumował badania wykonane za pomocą analizy zdarzeń wskazując, że rekomendacje analityków pozwalają na uzyskanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu w krótkim czasie. Wyniki tych badań nie tylko pozwalają wysnuć wniosek w kontekście pól silnej efektywności rynku, lecz także mogą być cenne dla uczestników rynku w zakresie wskazania zróżnicowanej reakcji na wydanie rekomendacji w poszczególnych sektorach, jak i w zależności od wielkości spółki objętej rekomendacjami.

Przeprowadzenie oceny skuteczności rekomendacji inwestycyjnych w długim terminie dokonano za pomocą metody portfeli kwintylowych oraz autorskiej strategii inwestycyjnej. Portfele kwintylowe były stworzone na podstawie atrakcyjności potencjału inwestycyjnego wynikającego z raportów analitycznych. Zostały one również wykorzystane do skonstruowania portfela long/short. Warto docenić, że Autor jest świadomy ograniczeń metody zastosowanej do weryfikacji hipotezy H4 za pomocą portfeli kwintylowych. Ograniczenia te dotyczą faktu inwestowania na okres pełnego roku kalendarzowego oraz rozpoczynania inwestycji na początku roku. Nie pozwala to bowiem na aktualizację strategii w odpowiedzi na zmieniające się warunki gospodarcze oraz uwzględnianie rekomendacji pojawiających się w ciągu roku. Docenić należy zatem ostrożne wnioskowanie Doktoranta z wyników badań przeprowadzonych przy takich założeniach.

Pewną odpowiedzią na opisane powyżej ograniczenia było zaproponowanie autorskiej strategii inwestycyjnej. Opierała się ona na publikowanych przez analityków rekomendacjach i wynikających z nich sygnałach inwestycyjnych generowanych i wygaszanych według ustalonej procedury. W celu dokonania dokładnej oceny wyników przeprowadzonej symulacji zastosowano portfele benchmarkowe, mające stanowić punkt odniesienia dla inwestycji zgodnych z rekomendacjami. Doktorant dobrze przedstawił różnice pomiędzy strategią budowaną na podstawie portfeli kwintylowych a strategią autorską. Możliwości reagowania na zmianę nastawienia analityka do spółki i uwzględnienie stylu inwestowania wskazują na

przyczyny zróżnicowanych wyników tych strategii. Pozwoliło to również uzasadnić dlaczego strategia autorska wykazała się wyższą skutecznością.

Ostatnia część badań poświęcona była określeniu związku pomiędzy trafnością i skutecznością rekomendacji. Poprawnie wykorzystano do tego współczynnik korelacji Pearsona. Autor, na podstawie przeprowadzonych analiz słusznie konkluduje, że mimo niskiej trafności prognoz, inwestorzy mogą na ich podstawie tworzyć strategie umożliwiające osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu, zaznaczając jednocześnie, że same rekomendacje nie powinny być jedynym kryterium decyzji inwestycyjnej.

W zakończeniu pracy dokonano podsumowania całości przeprowadzonych badań weryfikujących trafność i skuteczność rekomendacji wydawanych przez firmy inwestycyjne dla spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wskazano praktyczne implikacje wynikające z przedstawionych wniosków oraz zaproponowano dalsze kierunki badań. Należy się zgodzić z Autorem, że wyniki weryfikacji hipotezy H3 wskazują na brak efektywności polskiego rynku kapitałowego w formie póśsilnej. Byłbym jednak nieco bardziej ostrożny w wyrażaniu opinii przedstawionej na str. 219, że raporty analityczne (rekomendacje) *są ważnym źródłem wiedzy dla inwestorów i polepszają przez to efektywność rynku kapitałowego*. Nie negując takiego stwierdzenia zwracam tylko uwagę, że przeprowadzone w rozprawie badania nie pozwalają na to by stwierdzić, że rekomendacje poprawiają efektywność rynku.

6. Uwagi szczegółowe do strony językowej rozprawy

Jak już wspomniałem w pkt. 2., rozprawa generalnie została przygotowana starannie zarówno pod względem redakcyjnym oraz edytorskim. Pozwolę sobie jednak zwrócić uwagę na nieliczne niedociągnięcia w tym zakresie:

- Str. 116, „siła relacji była najsilniejsza (...)”
- Str. 128, za niezbyt zręczne uważam określenie: „Próba badawcza ankiety (...)”
- Str. 145, zamiast „dla przykładu” użyłbym wyrażenia „na przykład”
- Str. 197, zamiast określenia: zwrotu jest „lepsza” , proponuję: „wyższa”

- Str. 199, za mało zręczne uznaję określenie „stratne pozycje”
- Str. 208, zamiast kwintylowami powinno być kwintylowymi
- Str. 212, ostatnie zdanie na tej stronie jest źle sformułowane
- Str. 213, zamiast: „tj. jej istotę oraz formy, sposoby weryfikacji, a także krytykę jej podstawowych założeń”, powinno być „tj. istota oraz formy, sposoby weryfikacji, a także krytyka jej podstawowych założeń”
- Str. 220, zamiast „zbadania” – „zbadanie”
- Str. 245, zamiast „Spis Tabeli”, powinno być: „Spis Tabel”

Chciałabym jeszcze zwrócić uwagę na trzy kwestie językowe, mając nadzieję, że Autor weźmie je pod uwagę w przypadku publikacji fragmentów rozprawy (uważam, że taka publikacja byłaby cenna dla środowiska naukowego w Polsce). W zakończeniu Doktorant kilkakrotnie używa określenia „realizacja celu” – nie jest ono fortunne, gdyż nie realizuje się celu, lecz osiąga. Druga kwestia dotyczy określenia zastosowanego m.in. w tytule pracy oraz hipotezie czwartej, a mianowicie „w oparciu o”. Jest to wyrażenie, które z biegiem czasu stało się akceptowane w codziennym języku, jednak w kontekście prac naukowych zaleca się używania zwrotu „na podstawie”, lub „opierając się na”. Trzecia kwestia to sugestia, by używać określenia „poprawa efektywności”, zamiast często stosowanego przez Autora określenia „polepszenie efektywności”.

7. Wnioski końcowe

Podsumowując, postawiony cel badawczy został przez Doktoranta osiągnięty. Zgłoszone uwagi mają charakter głównie polemiczny i nie umniejszają walorów rozprawy. Do najważniejszych zalet dysertacji należy zaliczyć:

- 1) Ważny, aktualny cel badań z punktu widzenia zarówno nauki, jak i praktyki,
- 2) Porządkujący przegląd teorii i wyników dotychczasowych badań nad znaczeniem jakości i skuteczności rekomendacji,
- 3) Dobór i poprawne zastosowanie wielu metod badawczych,

- 4) Objęcie badaniem długiego okresu. Zakres czasowy badania jest jednym z najdłuższych, jakie przyjmowano w podobnych badaniach dla polskiego rynku kapitałowego. Obejmował on cztery cykle koniunkturalne i giełdowe,
- 5) Poruszenie jednocześnie kwestii trafności, jak i skuteczności rekomendacji analityków finansowych oraz rozszerzenie tego obszaru o aspekt ich jakości.
- 6) Prawidłowe wnioskowanie, które z jednej strony może stanowić przyczynek do dyskusji na temat efektywności polskiego rynku kapitałowego w formie pól silnej, a z drugiej strony dało podstawę do przedstawienia w rozprawie wielu interesujących rekomendacji dla inwestorów, analityków giełdowych i firm inwestycyjnych.

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 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2023 r. poz. 742 ze zm.)*. Doktorant wykazał się także umiejętnością samodzielnego prowadzenia badań naukowych i oceny analizowanych zjawisk finansowych. Przedłożona rozprawa ma oryginalny charakter i dostarcza nowej wiedzy na temat jakości i skuteczności rekomendacji inwestycyjnych oraz czynników je kształtujących. **Na tej podstawie wnioskuję do Rady Dyscypliny Ekonomii i Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie o dopuszczenie rozprawy doktorskiej magistra Marka Straszaka pt. „Efektywność portfela akcji zbudowanego w oparciu o rekomendacje firm inwestycyjnych” do publicznej obrony oraz dalszych etapów postępowania w sprawie nadania stopnia doktora.**



Signed by /
Podpisano przez:
Jarosław Jan Kubiak
Date / Data: 2025-
06-12 08:51