

Poznań, 2019.08.21

Dr hab. Katarzyna Perez, prof. nadzw. UEP
Katedra Polityki Pieniężnej i Rynków Finansowych
Wydział Ekonomii
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Recenzja

rozprawy doktorskiej mgr Ilony Żelazowskiej
pt. *Anomalie sezonowe funduszy inwestycyjnych*
w świetle hipotezy efektywności rynku kapitałowego

napisanej pod kierunkiem naukowym dra hab. Sebastiana Majewskiego, prof. nadzw. US
(promotor) i dra Waldemara Aspadareca (promotor pomocniczy)

1. Określenie trafności wyboru i oryginalności problemu badawczego

Podjęta w rozprawie doktorskiej mgr Ilony Żelazowskiej problematyka badawcza jest bardzo interesująca, a także aktualna. Po pierwsze, ponieważ posiada **walor poznawczy**. Jest on związany z podejmowanymi od lat próbami poszukiwania czynników determinujących zachowania uczestników rynku finansowego, w tym rynku funduszy inwestycyjnych. Nabrało to szczególnego znaczenia po kryzysie finansowym z lat 2007-2008, kiedy to zaczęto zauważać odmienną od wiodącego na świecie rynku amerykańskiego charakterystykę i strukturę rynków lokalnych, a za tym konieczność badania efektów behawioralnych występujących na tych rynkach. Po drugie, ponieważ ma ona **walor aplikacyjny**. Może być bowiem pomocna w określaniu strategii doboru krajowych funduszy inwestycyjnych do portfela inwestora.

Autorka we wstępie pracy pisze, że zamierza w niej zbadać „występowanie anomalii związanych z sezonowością rozkładów stóp zwrotu na polskim rynku funduszy inwestycyjnych” (s. 6). W pierwszej kolejności chcę podkreślić to, że w literaturze odnajdujemy wiele prac na temat efektów kalendarzowych występujących na rynkach akcji, ale zgodnie z moją wiedzą, badanie Doktorantki jest pierwszym, które dotyczy efektów kalendarzowych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Poza tym wśród metod tego badania Doktorantka wyróżnia metody statystyczne i ekonometryczne, w tym ARCH i GARCH. Metody te chce testować w okresie od 2004 roku do 2017 roku na zbiorze 13 funduszy inwestycyjnych otwartych lokujących aktywa głównie w akcje spółek z GPW w Warszawie, wykorzystując do badania dane dzienne, tygodniowe i miesięczne stopy zwrotu z tych funduszy. Takie podejście do problemu badawczego, tj. uwzględnienie w badaniu materiału o różnej częstotliwości w tak długim i istotnym dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego horyzoncie czasowym, świadczy o rzetelności i dociekliwości Doktorantki i sprawia, że **jej rozprawa ma wartość dodaną**.

2. Ocena poprawności i kompletności celów oraz hipotez badawczych

Przyjęta konstrukcja metodologiczna (cel pracy, hipoteza główna i hipotezy szczegółowe, układ rozprawy) wiążą ze sobą warstwę poznawczą pracy – rozważania teoretyczne – z jej częścią empiryczną.

We wstępie Autorka stwierdza, że głównym celem pracy jest „weryfikacja występowania anomalii związanych z sezonowością rozkładów stóp zwrotu na polskim rynku funduszy inwestycyjnych”. Hipoteza główna zakłada, że „anomalie sezonowe występujące na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce pozwalają na osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu z inwestycji”. Jest ona wsparta czterema hipotezami szczegółowymi. **Zarówno cel główny, jak i hipoteza główna zostały sformułowane poprawnie. Podobnie hipotezy szczegółowe, oprócz H3, która jest sformułowana nieprecyzyjnie. Brzmi ona „efekty kalendarzowe częściej występują w segmencie małych spółek”. Częściej niż co? Częściej od średnich czy dużych spółek? Czy od funduszy mających takie spółki w portfelu? Czy hipoteza ta dotyczy funduszy inwestycyjnych czy spółek w ich portfelach? Sposób sformułowania tej hipotezy konfunduje czytelnika. Myślę, że hipoteza ta jest niepotrzebna, tym bardziej, że zweryfikowanie, czy efekty kalendarzowe są charakterystyczne bardziej dla segmentu małych spółek czy dużych lub średnich (jeśli o to chodziło Autorce), jest możliwe na podstawie H4. Uwaga ta jednak nie umniejszają mojej ogólnej pozytywnej oceny sposobu kompletności celu i hipotezy głównej oraz hipotez szczegółowych. Hierarchizacja tych hipotez jest logiczna i powoduje, że czytelnik z ciekawością przechodzi do tekstu właściwego rozprawy.**

Inną kwestią jest to, czy to faktycznie te hipotezy Doktorantka weryfikowała, szczególnie hipotezę główną (na podstawie słów z Zakończenia ze s. 150 wydaje się, że nie), ale o tym w dalszej części recenzji.

3. Układ i konstrukcja rozprawy oraz jej ogólna ocena merytoryczna

Przedstawiona do recenzji rozprawa doktorska obejmuje 184 strony, w tym wstęp, pięć rozdziałów, zakończenie, bibliografię, aneks, a także spisy rysunków i tabel, oraz streszczenie w języku angielskim.

Treść recenzowanej pracy odpowiada jej tytułowi. Ogólna struktura pracy jest zrozumiała i podporządkowana wytyczonemu celowi badawczemu, co dowodzi umiejętności stawiania i rozwiązywania problemu badawczego przez Doktorantkę. Układ kolejnych rozdziałów jest logiczny, choć sądzę, że w rozdziałach opisowych mógłby być znacznie bardziej dopracowany. Moim zdaniem punkt 1.4, będący wprowadzeniem do finansów behawioralnych, powinien znaleźć się w rozdziale 2, a nie kończyć rozdział 1., który – jak sugeruje jego tytuł – dotyczy podmiotu badania, czyli funduszy inwestycyjnych. Punkt 2.3. prezentujący metody analizy efektywności na rynku kapitałowym powinien być połączony z punktem 4.1, który go uzupełnia. Poza tym sądzę, że łatwiej byłoby Doktorantce przeprowadzać wywód, gdyby zmieniła kolejność punktów w rozdziałach opisowych, szczególnie w rozdziale 2 i 4. Więcej szczegółów na temat wątpliwości co do układu i konstrukcji rozprawy zamieszczam poniżej, przy ocenie merytorycznej kolejnych rozdziałów.

Wstęp zawiera wszystkie wymagane w pracy naukowej elementy: uzasadnienie wyboru tematu, cel pracy, hipotezę badawczą (główną i szczegółowe), zastosowane metody badawcze oraz charakterystykę każdego z rozdziałów. Żałuję, że uzasadnienie wyboru tematu nie jest poparte literaturą, miałyby wtedy większą wartość. Doceniam jednak dokładny opis przeprowadzonego w dysertacji badania empirycznego, które pośrednio ukazuje Jej wkład do nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.

Rozdział pierwszy rozprawy nosi tytuł „Rynek funduszy inwestycyjnych jako element rynku kapitałowego”. Ma on charakter wprowadzający i prezentuje podmiot przeprowadzonego w dysertacji badania, szczególnie treść punktów 1.1. – 1.3. jest spójna i faktycznie dotyczy rynku funduszy inwestycyjnych (jest to główny powód, dla którego przeniosłabym punkt 1.4. do kolejnego rozdziału). Rozdział pierwszy oceniam dobrze, choć:

- do tytułu dodałabym „w Polsce”, tym bardziej, że nawet w punkcie 1.1. Autorka przytacza polskie akty prawne i prezentuje dane dotyczące polskiego rynku kapitałowego. Podobnie jest w przypadku punktów 1.2. i 1.3., gdzie prezentuje polski rynek funduszy inwestycyjnych;
- w treści punktu 1.1. najpierw zaprezentowałabym ogólną charakterystykę rynku kapitałowego (w tym i jego funkcje, o których Doktorantka pisze od końca strony 13), a dopiero na końcu przesłabym do rynku polskiego (strony 11-13);
- usunęłabym z niego punkt 1.4. i przeniosłabym go do rozdziału 2.

Najwyżej w tym rozdziale oceniam klasyfikację funduszy inwestycyjnych według różnych kryteriów, w tym kryterium *European Fund Classification Forum* (EFCF), które ma znaczenie dla Jej pracy. Podkreślenie przez Doktorantkę tego kryterium jest jak najbardziej słuszne. Kryterium to jest dominujące w przypadku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej, o czym wielu autorów zdaje się zapominać. Doktorantka tego nie zapomniała i to się chwali. Warto też nadmienić, że przy okazji prezentacji różnych rodzajów funduszy inwestycyjnych wspomniała o funduszach alternatywnych, co pokazuje, że orientuje się w tej materii. W tej części wartościowy jest też rysunek 8, choć proponowałabym dodać na nim 7. stopniową skalę ryzyka, tak jak to jest prezentowane w Kluczowych Informacjach dla Inwestorów (KII) dotyczących wszystkich funduszy otwartych w UE. Myślę jednak, że ją miała na myśli, pokazując różne rodzaje funduszy na różnokolorowym tle.

Rozdział drugi nosi tytuł „Efektywność i racjonalność inwestowania na rynku kapitałowym”. Moim zdaniem to najłabszy rozdział w pracy. Głównie, ponieważ jest w nim dużo chaosu w treści. Być może spowodował go sam tytuł. Osobiście odwróciłabym kolejność słów w tytule: najpierw racjonalność, a potem efektywność. Wywód powinien być przeprowadzony od teorii neoklasycznych do behawioralnych, tak jak teorie te ewaluowały historycznie; wówczas czytelnik łatwiej odnalazłby się w tym rozdziale. Myślę, że byłoby to również łatwiejsze dla Autorki. Powinna ona zacząć od tekstu z punktu 1.4., podkreślając w nim dwa pojęcia ryzyka inwestycyjnego, które przytacza na stronie 41., a które reprezentują finanse neoklasyczne i behawioralne. To mógłby być punkt wyjścia do dyskusji na temat komplementarności obu podejść teoretycznych do inwestowania na rynku kapitałowym. Następnie powinna pokazać elementy teorii neoklasycznych (portfela i efektywności rynku) oraz teorii behawioralnych, w

tym teorię perspektywy Kahnemana i Tversky'ego i wreszcie efekty behawioralne. Na tym bym zakończyła, przenosząc metody oceny efektywności inwestycji jako początek punktu 4.1. w rozdziale 4., gdzie Doktorantka mogłaby je zsyntetyzować, jako że nie korzysta z nich w swej pracy. Tym bardziej, że do tych miar odnosi się na początku rozdziału 4. (zatem powtarza treści).

W rozdziale jest też bardzo poważny błąd merytoryczny na s. 54 i 55. Niedopuszczalne jest pisanie, że „Każdy inwestor działa w warunkach chęci maksymalizacji zysku przy jednoczesnym minimalizowaniu ryzyka” (s. 54) oraz że „Każdy inwestor będzie chciał w swoich inwestycjach maksymalizować dochód i jednocześnie minimalizować ryzyko, *jednocześnie* kierując się mniejszą lub większą awersją do ryzyka” (s. 55). Albo maksymalizujemy zysk, albo minimalizujemy ryzyko, to są podstawy teorii portfela Markowitza, które odnoszą się do podstawowych zasad racjonalnego gospodarowania!!! Odczytuję ten błąd jako fatalną przypadkową pomyłkę i nie będę przez niego dyskwalifikować Doktorantki, ale uczulam zarówno Ją, jak i Jej Promotorów, aby nigdy więcej nie dopuścili do takiego błędu ani w słowie pisanym, ani w mówionym.

Muszę też zwrócić uwagę na tłumaczenie efektów czy błędów w zachowaniu inwestorów z języka angielskiego na język polski (pojawiają się też w pkt. 1.4 i rozdziale 3.). Nie oczekuję dyskusji na ten temat w trakcie obrony doktorskiej (mogłaby zabrać zbyt dużo czasu), ale liczę, że i Doktorantka i jej Promotorzy zastanowią się nad nazewnictwem różnych pojęć, szczególnie jeśli będą publikować w języku polskim. Nie pojmuję następujących pojęć:

- „hazard moralny” – mówimy pokusa nadużycia!
- „nad- subreakcja” lub „nad- subreaktywność” inwestorów na pojawiające się informacje – czy chodzi o nadmierną, jednoczesną lub niedostateczną reakcję na pojawiające się informacje?
- „księgowanie mentalne” – chodzi o księgowanie w głowie?, o indywidualne traktowanie inwestycji w kontekście wyniku?
- „regresja do średniej” – regresja to funkcja matematyczna, tu chodzi o powrót do średniej, prawda?
- co to są „konta umysłowe/mentalne”? – komórki w mózgu?
- „ krótkowzroczne unikanie strat” – czy to krótkowzroczne myślenie o stratach? Czy unikanie strat w krótkim okresie?
- „efekt dyspozycji” – myślę, że chodzi o większą skłonność do realizacji zysków niż strat?

Wydaje mi się, że Doktorantka nie podjęła wysiłku poprawnego tłumaczenia pojęć dotyczących finansów behawioralnych z języka angielskiego na język polski, a jedynie przyjęła te je jako aksjomat, ponieważ funkcjonują one w literaturze polskiej już wiele lat. Jako naukowiec, dziwię się jej jednak (i jej Promotorowi, który jest autorytetem w tej dziedzinie), że nie zadbała o to, aby pojęcia te nazwać w sposób zrozumiały dla laika. Laikiem jest większość inwestorów indywidualnych w naszym kraju – jeżeli w pracach naukowych nie będziemy dbać o to, aby laik ten rozumiał, co czyta, nigdy nie osiągniemy wysokiego poziomu edukacji finansowej w Polsce, a przez to nigdy nie zwiększymy efektywności rodzimego rynku kapitałowego i rynku funduszy inwestycyjnych.

Powyższe uwagi decydują o niskiej ocenie rozdziału drugiego. Kolejne jej części są znacznie lepsze pod względem merytorycznym i to one przeważają na korzyść pracy.

Rozdział trzeci jest zatytułowany „Anomalie na rynku funduszy inwestycyjnych”. To **solidnie zaprezentowany przegląd literatury**, ale nie dotyczący rynku funduszy inwestycyjnych, a rynku kapitałowego. W związku z tym powinien mieć poprawiony tytuł i recenzent nie miałby z tym kłopotu. Myślę, że Doktorantka zatytułowała tak ten rozdział, ponieważ praca dotyczy rynku funduszy inwestycyjnych. Być może miała faktycznie przedstawić badania dotyczące anomalii na rynku funduszy inwestycyjnych (dlaczego tego nie zrobiła? Przecież literatura na ten temat nie jest wcale bardzo uboga). Autorka we wstępie powinna wyjaśnić, na których anomaliach się skupia (sądzę, że raczej na rynku akcji, a nie rynku funduszy inwestycyjnych). Tym samym od razu pokazałaby, że przenosi tę literaturę na inny grunt. Powinna też dodać literaturę dotyczącą anomalii na rynku funduszy inwestycyjnych, nawet jeśli nie dotyczy efektów kalendarzowych. Wspomina ona jedynie o efekcie funduszy zamkniętych, ale nie przytacza literatury na ten temat (poza tym efekt ten nie dotyczy funduszy otwartych).

Powyższe nie umniejsza jednak mojej **pozytywnej oceny tego rozdziału**. Doktorantka wykazała tu dużą znajomość literatury, zaprezentowała większość pionierskich wyników badań na ten temat. Obszernie przedstawiła też dokonania polskich badaczy, za co należy ją szczególnie pochwalić, bo nie jest to typowa cecha polskich naukowców.

Po zaprezentowaniu podstaw teoretycznych i wyników badań empirycznych na temat anomalii na rynku kapitałowym Doktorantka przechodzi do **rozdziału czwartego** pt. „Ekonometria finansowa jako źródło narzędzi badawczych”. Sądzę, że tytuł rozdziału jest zbyt obszerny i niepoprawny. Ekonometria finansowa to metody ilościowe służące analizie zjawisk m.in. na rynku finansowym. Autorka nie klasyfikuje tych metod, prezentuje od razu część z tych, które służą do oceny efektywności inwestycji finansowych. Myślę, że wystarczyło w ten sposób zatytułować rozdział. Poza tym metody te same w sobie są narzędziem badawczym, a nie jego źródłem.

W ocenie efektywności inwestycji finansowych mieści się zarówno sam sposób pomiaru stóp zwrotu (miary dochodowości, tj. zwykła czy logarytmiczna stopa zwrotu oraz miary efektywności), jak i sposób testowania różnych zależności między tymi stopami zwrotu (testy autokorelacji, rozkładu lub efektów za pomocą ARCH i GARCH itd.). W ten sposób ustrukturyzowany rozdział byłby bardziej przejrzysty i łatwiejszy w odbiorze dla czytelnika.

W tym rozdziale warto podkreślić dokładną prezentację podstaw teoretycznych poruszanego zagadnienia. Czytelnik wie, jakie testy zastosuje Doktorantka i rozumie, co będzie badała.

Jednakże w tej części tekstu zastanawiająca jest prezentacja miar efektywności portfela inwestycyjnego, w tym współczynnika Sharpe'a, Treynora i Jensena, których w pracy Doktorantka nie mierzy (notabene dziwi to, że Doktorantka wspomniała tylko o jednoczynnikowym współczynniku alfa Jensena, a nie o wieloczynnikowym modelu Famy i Frencha (1993, 2015, 2018) oraz Carharta (1997), które są standardowo wykorzystywane w badaniach nad funduszami inwestycyjnymi). Ten tekst jestem jednak w stanie wytłumaczyć

chęcią ukazania podstaw teoretycznych dotyczących oceny efektywności inwestycji portfelowych. Zupełnie jednak nie wiem, po co w tym rozdziale zaprezentowano punkt 1.2. na temat metod badania racjonalności. Mam nadzieję, że Doktorantka ustosunkuje się do tej wątpliwości w trakcie publicznej obrony.

Integralną częścią pracy jest **rozdział piąty**, w którym Doktorantka dokonuje „Pomiaru i identyfikacji efektów kalendarzowych” na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce. Chcę podkreślić, że rozdział ten jest **najmocniejszą stroną pracy i to on decyduje o pozytywnej ocenie rozprawy**. Badanie przeprowadzone przez Autorkę jest ważne i ma charakter pionierski. Podjęła się ona też wyzwania niemal porzuconego przez badaczy zagranicznych, co należy odebrać jako akt odwagi i dociekliwości. Na dodatek Autorka krok po kroku przeprowadza czytelnika przez kolejne etapy swojej analizy, tłumacząc przystępnie w punkcie 5.1., co i dlaczego będzie badała. Robi to dużo bardziej umiejętnie niż w poprzednich rozdziałach, co warto podkreślić. Następnie szczegółowo w tekście rozdziału piątego i w aneksie przedstawia i interpretuje wyniki przeprowadzonego badania.

Badanie samo w sobie wzbudziło we mnie jednak pewne wątpliwości. Nie chcę go krytykować, bo ma wartość dodaną, a zachęcić Doktorantkę do dyskusji w trakcie publicznej obrony nad następującymi kwestiami:

1. która z hipotez głównych jest tą faktycznie weryfikowaną, ta ze wstępu ze s. 6 czy 150?
2. dlaczego do badania wybrała jedynie fundusze akcji lokujące aktywa głównie w Polsce, a nie również inne, np. uniwersalne, lub europejskie itd., co pozwoliłoby jej na weryfikację H2 – czy obrona przez nią próba daje szansę na weryfikację tej hipotezy?
3. dlaczego do weryfikacji H3 i /lub H4 wybrała spółki tylko z jednego funduszu (Unikorona Akcji), a nie ze wszystkich funduszy? Czy na podstawie badania akcji z jednego funduszu można zweryfikować H3 i/lub H4?
4. czy w interpretacji efektów poniedziałku, wtorku itp. wzięła pod uwagę fakt, że WANJU jest ceną otwarcia, a nie ceną zamknięcia jak w przypadku akcji spółek giełdowych; zatem efekt poniedziałkowy to tak naprawdę efekt zmian, jakie miały miejsce w portfelu funduszu w piątek?
5. co oznacza wniosek ze s. 144, że „polscy inwestorzy reagują na występowanie efektu Marka Twaina za granicami Polski i próbują przełożyć owe prawidłowości na rynek krajowy”?
6. jaka jest przydatność (i dla kogo?) badania występowania efektu kalendarzowego dla spółek funduszu Unikorona występujących w jego portfelu na końcu roku kalendarzowego, skoro nie wiemy, czy były one częścią jego portfela w ciągu tego roku?

Wreszcie ostatnie pytanie, jak testowanie efektywności informacyjnej stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych ma się do ich persystencji?

Oczekuję, że na te pytania Doktorantka odpowie w części dyskusyjnej nad rozprawą. Jej odpowiedzi mogą, sądzę, uzupełnić uzasadnienie wyboru tematu, a także pogłębić badanie i doprowadzić do wniosków, które mogłyby zostać opublikowane.

W **zakończeniu** rozprawy Doktorantka zawarła syntezę najważniejszych wyników. Pracę uzupełnia **aneks**, w którym Autorka prezentuje szczegółowe obliczenia. Chętnie się z nim

zapoznałam, choć myślę, że nie był on konieczny do załączenia. Pochwalę też **streszczenie** w języku angielskim, gdzie konkretnie Doktorantka opisuje otrzymane wyniki, a także podsumowuje dysertację.

Reasumując, na podstawie przeprowadzonej oceny merytorycznej rozprawy uważam, że jej cel główny, jakim była „weryfikacja występowania anomalii związanych z sezonowością rozkładów stóp zwrotu na polskim rynku funduszy inwestycyjnych”, został zrealizowany.

4. Ocena formalnej strony pracy

Oceniając poprawność formalną języka użytego w pracy, stwierdzam dość liczne błędy językowe, w tym stylistyczne, gramatyczne i interpunkcyjne. Zdaję sobie sprawę, że uniknięcie błędów językowych jest trudne, dlatego nie wpływają one na moja ogólną pozytywną ocenę pracy, są raczej wskazówką dla Autorki do ich unikania w przyszłości. Apeluję jednak do Autorki i jej Promotorów o przykładanie znacznie większej wagi do stylistyki i gramatyki języka polskiego, a szczególnie do interpunkcji – na palcach jednej ręki można policzyć strony, gdzie nie było błędów interpunkcyjnych!

Przykłady potknięć językowych to:

- „segregowanie” inwestycji – można segregować śmieci, ale inwestycje?
- „złotówka”? Mówi Pani dolarówka? eurówka?
- wariant może „przynosić” stopy zwrotu, a nie je „osiągać” (inwestor lub zarządzający może osiągać wyższe stopy zwrotu),
- nie mówimy, że badacz „wykreował” teorię żalu; on mógł ją zaproponować, przedstawić,
- inwestor nie zaczyna „stwierdzać” straty, tylko może zacząć „ponosić” straty,
- nie mówmy „przegrywające inwestycje” – przegrywają piłkarze na mistrzostwach świata, inwestycje są nierentowne, niedochodowe,
- „spadkowe akcje” – również nierentowne lub akcje, których ceny spadają.
- co to są „utopione koszty”? koszty można utopić? Myślałam, że można utopić kota, psa, człowieka, a nawet pieniądze, ale koszty? Może chodzi o zmarnowane środki?

Rysunki, tabele i wykresy w sposób jak najbardziej czytelny ilustrują prezentowane treści. Są opisane tytułami i posiadają źródła.

Wykaz bibliograficzny jest skonstruowany jak najbardziej poprawnie. Autorka dopilnowała zgodności lat wydania, numerów stron przy pozycjach artykułowych, w pełni opisała też pozycje bibliograficzne (wydawnictwo, miasto).

5. Ocena wykorzystywanych w rozprawie źródeł literaturowych

W bibliografii zamieszczonej w rozprawie znajduje się 168 pozycji zwartych i artykułowych, z których 93 to prace w języku angielskim.

Źródła wykorzystane w pracy oceniam ogólnie na dostateczny plus. Wszystkie ze wykazanych w bibliografii pozycji były podane jako źródła w tekście rozprawy. Z punktu widzenia merytorycznego na pochwałę zasługuje to, że Autorka odniosła się w pracy do pionierskich pozycji bibliograficznych dotyczących prezentowanej problematyki, które można znaleźć w literaturze światowej. Bardzo to doceniam. Powinna jednak uzupełnić literaturę na

temat czynników behawioralnych na rynkach kapitałowych o nowsze pozycje, szczególnie brak jest literatury po 2000 roku. Jest ona przecież nie tylko bardzo bogata, ale i dostępna w zasadzie bez ograniczeń. Poza tym brakuje literatury nt. efektów behawioralnych dotyczących inwestorów, zarządzających czy rynku otwartych funduszy inwestycyjnych. Taki przegląd literatury znacznie wzbogaciłby pracę. Powinien on znaleźć się w rozdziale 3. Pozwoliłby Doktorantce na porównanie doniesień w badanym temacie z rynku kapitałowego i rynku funduszy inwestycyjnych, a także na odniesienie wyników swoich badań do tych osiągniętych przez innych badaczy. Recenzentowi pokazałby, że Doktorantka bardzo dobrze orientuje się w literaturze.

6. Ocena ogólna i wnioski

Podjęty w recenzowanej rozprawie problem badawczy jest interesujący. Należy podkreślić bardzo dobrą znajomość Doktorantki problematyki efektów kalendarzowych występujących na rynku kapitałowym, w tym rynku funduszy inwestycyjnych.

Zważywszy na całość kształtu zaprezentowanych w pracy rozważań, uważam, iż posiada ona walory poznawcze i aplikacyjne. Najważniejszymi atutami pracy są:

1. pionierski charakter przeprowadzonych badań dotyczących lokalnego rynku funduszy inwestycyjnych otwartych,
2. badania empiryczne przeprowadzone przez Doktorantkę, przy wykorzystaniu nowoczesnych modeli ekonometrycznych, które zostały dobrze udokumentowane pod względem statystycznym.

Za najważniejsze mankamenty pracy uznaję:

1. przegląd literatury oparty na publikacjach wczesnych, a nie nowszych i najnowszych i dotyczący tylko rynku kapitałowego, a nie samego rynku funduszy inwestycyjnych, który jest przedmiotem rozprawy,
2. tytuły rozdziałów lub punktów nie do końca odzwierciedlające ich zawartość oraz nie do końca przemyślany układ poszczególnych rozdziałów pracy, powodujący umieszczenie w różnych rozdziałach treści, które powinny znaleźć się w innych rozdziałach,
3. strona formalna tekstu pracy, z licznymi błędami interpunkcyjnymi i stylistycznymi.

Reasumując, zważywszy na całość zawartych w rozprawie rozważań, stwierdzam, że recenzowana rozprawa spełnia wymogi merytoryczne i formalne stawiane rozprawom doktorskim i zgłaszam wniosek o dopuszczenia jej do publicznej obrony.

