Prof. dr hab. Krzysztof Marecki

Biały Kamień 8a m.1

02-593 Warszawa

Warszawa, 2022.06.19.

Opinia

o pracy doktorskiej

Autor : mgr Marcin Fuksiewicz

Tytuł : Dochodowość inwestycji w świetle efektu momentum na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008-2018

Promotor : dr hab. Wiesława Caputa, prof. WSB

1.Prawno – formalne podstawy wykonania recenzji

Podstawą przygotowania opinii jest pismo Przewodniczącego Rady Akademickiej Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu dr hab. Arnolda Bernaciaka, prof. WSB w którym zostałem poinformowany o powołaniu mnie na recenzenta w przewodzie doktorskim mgr Marcina Fuksiewicza.

2. Ocena formalna

Praca składa się ze spisu skrótów (s.5), wstępu (s. 6-16), pięciu rozdziałów : rozdziału pierwszego - Finanse behawioralne a hipoteza rynku efektywnego (s.16-71), rozdziału drugiego- Pojęcie i charakterystyka efektu momentum (s. 72-115), rozdziału trzeciego- Podstawy metodyczne badania efektu momentum (s.116-142), rozdziału czwartego- Efekt momentum podczas trwania sesji oraz poza nią (s.143-156), rozdziału piątego - Proces badania efekt momentum na GPW w latach 2008-2018 (s.157-223), zakończenia (s.224-240), bibliografii (łącznie 244 pozycje, s.241-248), źródeł internetowych (s.249), spisu tabel (45 tabel, s.250-251), spisu wykresów (16, s.252), spisu rysunków(2, s. 253) i spisu schematów(24,s.250-254) oraz spisu załączników (16, s.255) i załączników (s.256-271).

3. Ocena merytoryczna

Tematyka rozważań prowadzonych przez Autora jest ważna, gdyż odnosi się do próby analizy i konfrontacji częstych i powtarzalnych odstępstw (zwłaszcza w okresie pandemii oraz

zjawisk wynikających z otoczenia wojennego) od paradygmatu efektywności informacji związanych z funkcjonowaniem rynków kapitałowych powiązanego z kartezjańskim paradygmatem rynku efektywnego. Autor słusznie stwierdza, że „źródeł braku pełnego potwierdzenia analizowanych paradygmatów można poszukiwać w wielu aspektach, w tym w zachowaniach samych inwestorów, które mają charakter nieracjonalny, tzn. charakteryzujący się pełnym wachlarzem błędów poznawczych, emocjonalnych, konformizmów, uproszczeń" (s.6) w procesach związanych z inwestowaniem na rynku kapitałowym.

Wyniki badań empirycznych umożliwiły sformułowanie wniosków, że rynki kapitałowe generalnie w stopniu pół silnym lub silnym są częściowo efektywne informacyjnie (Autor podkreśla za wynikami badań S. Buczka, „że polski rynek kapitałowy charakteryzuje się silną efektywnością jeśli chodzi o jego słabą formę. Efektywność pół silnej formy jest natomiast niska dla sektora małych i średnich spółek, natomiast średnia i duża dla dużych firm. Silnej formy nie można zweryfikować w praktyce" - s.7).

Te wstępne spostrzeżenia prowadzą Autora do stwierdzenia, że na rynkach kapitałowych występuje szereg zjawisk odbiegających od zasad hipotezy rynku efektywnego, określanych mianem anomalii, takich jak: efekty kalendarzowe, anomalie cenowe związane z emisją akcji, anomalie związane z wielkościami fundamentalnymi, czy też korelacje stóp zwrotu pomiędzy cenami z przeszłości i przyszłości (s.7). Jedną z najczęściej występujących anomalii, jest anomalia oparta o kontynuację zmian stóp zwrotu cen z przeszłości w okresie od 1 do 12 miesięcy w odniesieniu do takiego samego okresu w przyszłości, nazywana w literaturze przedmiotu efektem momentum (Autor podkreśla, że na giełdach papierów wartościowych efekt momentum odnosi się do zjawiska polegającego na tym, iż akcje spółek których ceny notowały wysokie, dodatnie lub ujemne historyczne stopy zwrotu w jego klasycznej formie, w okresie od 1 do 12 miesięcy, mają tendencję do utrzymywania podobnej tendencji zmian cen także w okresie kolejnych od 1 do 12 miesięcy w przyszłości - s.7-8). Sformułowane założenia, będące podstawą rozważań prowadzonych przez Autora, są szczególnie istotne w odniesieniu do stosunkowo „ młodego" polskiego rynku akcji, umożliwiające, poprzez analizę, uzupełnienie szeregu powstałych luk w tej dziedzinie wiedzy.

Wyznaczone zagadnienia, cel główny oraz cele szczegółowe, hipoteza główna oraz hipotezy szczegółowe sytuują rozważania w dyscyplinie naukowej „ ekonomia i finanse".

Autor wyznaczył następujące „ zagadnienia badawcze :

1. Czy efekt momentum dalej występuje na cenach akcji notowanych na GPW? Luka ta ma szczególne znaczenie w kontekście pojawiających się informacji dotyczących poszerzającej się świadomości istnienia wspomnianej anomalii i skuteczności jej zastosowania w inwestycjach co może powodować jej zanikanie.

2. Czy i w jaki sposób występowanie efektu momentum jest zależne od koniunktury na giełdzie? Chociaż zjawisko to było już częściowo omawiane i wstępnie badane w polskich warunkach przez T. Wójtowicza, to nie ma jednoznacznej wiedzy, czy i jak koniunktura rynkowa sprzyja wzmacnianiu efektu momentum i tym samym skuteczności strategii inwestycyjnych opartych na tym zjawisku.
3. Czy zysk tworzą przede wszystkim akcje rosnące czy też malejące, gdzie źródłem zysków jest krótka sprzedaż? Ma to szczególne znaczenie dla polskiego rynku kapitałowego, gdzie krótka sprzedaż ma charakter marginalny, a jej ewentualne zastosowanie jest obłożone istotnymi ograniczeniami.
4. Czy poznanie rzeczywistego miejsca powstawania efektu momentum pozwoli na stworzenie fundamentu do powstania nowych procedur inwestycyjnych dla inwestorów korzystających z tak pozyskanej wiedzy.
5. Czy analizowana anomalia ciągle występuje na polskim rynku kapitałowym oraz jak ona teoretycznie wpływa na inwestycje bazujące na efekcie momentum? „ – s.8-9.

Za cel główny prowadzonych rozważań Autor uznaje weryfikację istnienia efektu momentum i jego wpływu na dochodowość akcji na GPW (dochodowość w pryzmacie celu głównego jest rozumiana jako rentowność pochodząca z różnicy w cenach zakupionych akcji lub z zastosowania instrumentu krótkiej sprzedaży - s.9) .

Cele cząstkowe (zarówno o charakterze teoretycznym i empirycznym) były następujące (s.9-10) :

1. Cele teoretyczne :
   - ✓ wskazanie miejsca finansów behawioralnych wśród nauk ekonomicznych ,
   - ✓ zdefiniowanie efektu momentum oraz uporządkowaniu wiedzy o jego występowaniu na najważniejszych giełdach świata,
   - ✓ systematyzacja metodycznych podstaw badania efektu momentum,
   - ✓ identyfikacja przesłanek powstania efektu momentum w kontekście podejścia racjonalnego i behawioralnego.
2. Cele empiryczne :
   - ✓ zbadanie efektywności różnych portfeli akcji na GPW wykorzystujących efekt momentum w latach 2008 – 2018,
   - ✓ systematyzacja efektu momentum na GPW w okresach różnej koniunktury w latach 2008 - 2018,
   - ✓ analiza efektywności portfeli akcji bazujących na efekcie momentum dla jego długich i krótkich pozycji,
   - ✓ systematyzacja efektu momentum podczas trwania sesji oraz poza nią.

Dla realizacji wy numerowanych celów Autor sformułował następującą hipotezę główną (związaną z istnieniem sesyjnej i poza sesyjnej formy efektu) : Na GPW w Warszawie w latach 2008 - 2018 zjawisko momentum występuje w trakcie trwania sesji oraz poza nią i ma wpływ na dochodowość akcji .

Hipoteza główna uzupełniopna została przez trzy hipotezy cząstkowe:

- ✓ H1 – Na GPW w Warszawie efekt momentum występuje w okresach dekoniunktury jak i koniunktury,
- ✓ H2 – Większość zysków z portfeli zainwestowanych w efekt momentum pochodzi z długich pozycji,
- ✓ H3 – Im mniejsza ilość akcji wzięta do budowy portfela tworzonego na bazie efektu momentum, tym wyższa stopa zwrotu.

Podjęte w pracy rozważania prowadzone były przez Autora z punktu widzenia trzech płaszczyzn: teoretycznej (rozdział 1 i 2), teoretyczno-empirycznej (rozdział 3 i 4) oraz klasycznej empirycznej (rozdział 5). W części teoretycznej objęto analizą kwestie związane ze: wskazaniem obszarów nauk ekonomicznych, będących bazą merytoryczną dla rozważań na temat efektu momentum oraz jego definiowania w tym dorobek badawczy dotyczący analizowanej anomalii na rynkach kapitałowych na całym świecie, racjonalnymi i behawioralnymi przyczynami wzmacniającymi opisywaną anomalię, rozważaniami na temat alternatywnych form efektu momentum. W części teoretyczno-empirycznej oraz empirycznej uwaga została skoncentrowana się na wypełnieniu wskazanych we pracy luk w wiedzy, które wymagały opracowania a w szczególności zagadnienia alternatywnej formy efektu momentum w formie sesyjnej i poza sesyjnej na giełdzie, kwestie zależności siły efektu momentum od koniunktury, źródeł zysków w strategiach momentum oraz optymalnej ilości walorów, za pomocą których tworzone są portfele.

W rozdziale 1 Autor przeprowadził rozważania związane z umiejscowieniem finansów behawioralnych wśród nauk ekonomicznych w szczególności odniósł się najważniejszych teorii i aspektów finansów behawioralnych, stanowiących merytoryczną podstawę do opisu efektu momentum, jako anomalii w odniesieniu do hipotezy rynku efektywnego na tle teorii klasycznej ekonomii i finansów. Ten wątek umożliwił Autorowi przedstawienie rzeczywistych zachowań ludzi (uczestników giełdy) podczas ich aktywności ekonomicznej i inwestycyjnej, (przeciwieństwo opisywanej w ekonomii klasycznej i w modelu homo-oeconomicus – pełnej racjonalności w działaniach ludzkich).

Istota efektu momentum (definicja, charakterystyka, identyfikacja przesłanek powstawania efektu momentum w kontekście podejścia racjonalnego i behawioralnego, uporządkowanie wiedzy o jego występowaniu na najważniejszych giełdach świata) została w sposób ponad wyczerpujący przedstawiona w rozdziale 2. Uwzględnione zostały takie elementy jak kontekst

historyczny rozwoju wiedzy o efektywności informacyjnej rynków kapitałowych, pierwsze badania efektu momentum na rynku amerykańskim oraz na rynkach Europy Zachodniej i Dalekiego Wschodu, pierwsze badania efektu momentum na GPW w Warszawie. W rozdziale tym Autor dokonał również udanej próby opisania racjonalnych i behawioralnych przyczyn oraz przesłanek powstawania, wzmacniania i osłabiania opisywanej anomalii na rynkach kapitałowych.

W rozdziale 3 Autor dokonał systematyzacji metodycznych podstaw badania efektu momentum. Zebrał wiedzę na temat metodycznych aspektów badania efektu momentum w jego klasycznej formie a w szczególności : działania, które należy wykonać oraz decyzje, które należy podjąć, aby przeprowadzić badanie anomalii, analizy aspektów kalkulacyjnych efektu momentum, obszary dotyczące doboru danych do badania, ich jakości i występujące ograniczenia, powszechnie używane zmienne służące do filtrowania danych. Badania te umożliwiły Autorowi na stworzenie własnej, zmodyfikowanej metodyki badań klasycznego efektu momentum, uzupełnionej wynikami rozważań przeprowadzonych w rozdziale 4 (praktycznie wykorzystana i użyta w 5 rozdziale dysertacji).

Rozważania na temat alternatywnej w stosunku do klasycznej (sesyjnej i poza sesyjnej) formie postrzegania efektu momentum przedstawione zostały w rozdziale 4. Autor usystematyzował zagadnienia związane z efektem momentum podczas trwania sesji oraz poza nią, biorąc pod uwagę wpływ na dochodowość akcji. Podobnie jak dla klasycznej formy, przy opisie sesyjnego i poza sesyjnego efektu momentum uwypuklono podstawowe aspekty dotyczące zastosowanych obliczeń na różnych poziomach agregacji; filtrowania danych do badania, czy sposobów ich prezentacji.

W rozdziale 5 Autor zaprezentował wyniki badań własnych oraz ich podsumowanie w postaci wniosków. Rozważania przeprowadzone w tym rozdziale stanowią istotne uzupełnienie wartości teoretycznych, zawartych w części teoretycznej i teoretyczno-empirycznej. Zasługują na szersze omówienie. Uwzględnione zostały : wartości klasycznego efektu momentum dla wszystkich akcji wchodzących w skład indeksu WIG, oraz kolejne dotyczące akcji wchodzących w skład indeksu WIG20, badania stóp zwrotu dla klasycznego efektu momentum na akcjach wchodzących w skład indeksów WIG i WIG20 w latach 2008 – 2018 (różne okresy dekoniunktury jak i koniunktury). W dalszej kolejności, po analizie efektywności różnych portfeli, podjęto próbę ustalenia, z których portfeli opartych o strategię momentum pochodziła większość zysków (analiza efektywności portfeli akcji bazujących na efekcie momentum dla jego długich i krótkich pozycji z istotnym wnioskiem, że im mniejsza ilość akcji uwzględniona do budowy portfela tworzonego na bazie efektu momentum, tym wyższa będzie jego stopa zwrotu). Uwzględnione zostały zagadnienia związane z sesyjnym

i pozasesyjnego efektem momentum(dwa oddzielne badania). Badanie to przeprowadzono dla akcji wchodzących w skład indeksu WIG20.

W każdym z pięciu rozdziałów Autor zastosował m.in. metodę krytycznej analizy polskiej i zagranicznej literatury przedmiotu. Oprócz bezpośrednich źródeł internetowych, wykorzystano także internetowe bazy publikacji elektronicznych jak: Proquest, EBSCO, IBUK Libra i Emerald Insight. Wykorzystane pozycje dotyczyły głównie metodyki przeprowadzania badań efektu momentum oraz procedur stosowania metod statystycznych. W tym zakresie znalazły się tutaj także raporty z badań własnych oraz innych autorów.

W efekcie przeprowadzonych badań Autor wniósł istotne, nowe elementy w rozwój nauki w dyscyplinie ekonomia i finanse (elementy te zasługują na szczegółowe przedstawienie, bowiem stanowią o istotnych autorskich, ponad przeciętnych walorach poznawczych i aplikacyjnych rozważań) :

1. Wyznaczył czynniki o charakterze racjonalnym i behawioralnym, wpływające w istotny sposób na wartość efektu momentum.

   Do czynników racjonalnych zaliczył :

   - ✓ szum informacyjny. Definiowany jako duży wpływ liczebnie istotnych, niezależnych, ale bardzo nieznaczących zdarzeń . Kreując trendy może wzmacniać efekt momentum,
   - ✓ czynnik ryzyka w strategiach momentum. Kwestia dotyczy braku płynności lub ryzyko bankructwa firm, których akcje są notowane na giełdzie. Wiąże się z brakiem możliwości realizowania strategii momentum, pomimo istnienia teoretycznego efektu momentum,
   - ✓ pozytywne sprzężenie zwrotne. Zjawisko to można zdefiniować w najprostszy sposób, jako samonapędzający się wzorzec zachowania inwestycyjnego, którego końcowy rezultat wzmacnia stan początkowy,
   - ✓ wpływ krótkiej sprzedaży. Wskazywana przez niektórych autorów pozytywna korelacja pomiędzy zastosowaniem krótkiej sprzedaży a siłą efektu momentum,
   - ✓ wykorzystywanie informacji poufnych przed przejęciami i akwizycjami. Zjawisko polegające na pojawianiu się cyklicznych zmian cen akcji wywoływanych inwestycjami insiderów posiadających poufne informacje,
   - ✓ delegowanie zarządzaniem portfelem. Zarządzanie dużym kapitałem przez profesjonalne firmy może doprowadzać do nadmiernej reakcji na danych akcjach wywołując tym samym wzmocnienie efektu momentum,
   - ✓ dźwignię kapitału zagranicznego i cykliczne sprzężenie zwrotne. Zjawisko pojawiające się w okresie dobrej koniunktury, gdy zagraniczni inwestorzy korzystający z dźwigni finansowej doprowadzają do pojawiania się wyraźnych wzrostów cen akcji na rykach kapitałowych,

- ✓ dane fundamentalne. Cykliczne pojawianie się serii dobrych danych fundamentalnych firm notowanych akcji, co przekłada się na kształtowanie się trendów na ich cenach,
- ✓ mnożnik zysków. Zjawisko dotyczy opłacalności inwestycji w akcje przez poziom wskaźnika C/Z. Jego niskie wartości charakteryzują silniej rosnące akcje co wywołuje trendy wzmacniając siłę efektu momentum.

Do czynników behawioralnych zaliczył:

- ✓ Błędy obróbki informacji w tym:
  - o niedostateczną reakcję i nadreakcję uczestników rynku. Błąd w przetwarzaniu informacji polegający na tym, że inwestorzy zwracają uwagę na siłę a nie na jej rzeczywiste znaczenie. Wpływa to na kreowanie trendów wzrostowych lub spadkowych i siłę efektu momentum,
  - o nadmierną pewność siebie i zjawisko self attribution. Zjawisko nadreakcji rynku spowodowane postawą nadmiernej pewnością siebie lub poszukiwanie przyczyn sukcesów we własnych umiejętnościach. Powoduje to błędną ocenę rynku i kreację trendów wzrostowych lub spadkowych akcji,
  - o efekt dyspozycji. Skłonność do szybszego pozbywania akcji, których ceny rosną oraz przetrzymywanie tych, których ceny zniżkują. Może to kreować trendy cenowe wpływające na siłę efektu momentum,
  - o zmiany wyników finansowych przedsiębiorstw i ich konsekwencje. Łączenie powstawania efektu momentum z opóźnioną reakcją inwestorów na niespodziewane zmiany wyników finansowych notowanych na giełdzie akcji,
  - o kwestię spółek nie będących przedmiotem zainteresowania profesjonalnych analityków. Hipoteza mówiąca, że efekt momentum dotyczy częściej spółek, które rzadziej są przedmiotem zainteresowania profesjonalnych analityków,
- ✓ efekt finansów behawioralnych. Stosowanie m.in. heurystyk oraz istnienie pobocznych teorii finansów behawioralnych skutkuje powstawaniem lub osłabianiem efektu momentum,
- ✓ efekty oparte na bazie błędnego szacowania statystycznego. Zjawiska wynikające m.in. ze stosowania heurystyki reprezentatywności, powodujące błąd w szacowaniu prawdopodobieństwa występowania pewnych zjawisk. Skumulowanie takich zachowań może wywoływać trendy cenowe i wzmacniać lub osłabiać efekt momentum,
- ✓ cykliczne efekty zachowań. Zmiany trendów cenowych wywoływane doświadczeniem inwestorów. Wzmacnia to lub osłabia obraz rynku wywołując nierównowagę pomiędzy popytem i podażą na akcje. Powoduje to przeszacowanie lub niedoszacowanie ich cen.

2. Sformułował rekomendacje dla inwestycji bazujących na efekcie momentum. Rekomendacje te dotyczą z jednej strony użycia strategii momentum, jako

wyodrębnionego sposobu działania. Z drugiej strony strategia momentum może być elementem uzupełniającym analizę techniczną i fundamentalną, głównie jeśli chodzi o czas rozpoczęcia inwestycji oraz doboru odpowiednich akcji do portfeli. Do najważniejszych należy zaliczyć następujące aspekty:

- ✓ liczbę walorów dobieranych do portfeli. Wskazanie, na podstawie danych z badania mówiące, że zmniejszanie liczby akcji w portfelach użytych w strategiach momentum zwiększa ich skuteczność,
- ✓ zasady użycia krótkiej sprzedaży. Jego zastosowanie może być szczególnie istotne dla polskiego rynku kapitałowego. Przy zastosowaniu filtrów ograniczających krótką sprzedaż źródłem zysków stają się zajęte długie pozycje.,
- ✓ kwestie spółek o bardzo złej sytuacji ekonomicznej. Konieczność eliminowania z portfeli spółek o bardzo słabej sytuacji finansowej. Z powodu utraty płynności może nie być możliwości realizacji transakcji,
- ✓ kwestie cykli koniunkturalnych istniejących na rynkach kapitałowych. Przeprowadzone badania pokazały, że efekt momentum w pewnym stopniu zanika w trakcie trwania trendu spadkowego na giełdach,
- ✓ uzupełnianie strategii momentum metodami analizy technicznej lub fundamentalnej. Aspekt ten dotyczy przede wszystkim wskazania momentu rozpoczęcia inwestycji bazującej na podstawie efektu momentum. Nie bez znaczenia są także aspekty fundamentalne związane z sytuacją ekonomiczną notowanych firm, których akcje są brane do portfeli,
- ✓ aspekty opłat za transakcje. Ujęcie kosztów transakcyjnych w strategiach momentum może zniwelować zyski z niej pochodzące,
- ✓ kwestie sesyjnego i poza sesyjnego efektu momentum. Możliwość zastosowania alternatywnej formy tej anomalii powinna otworzyć pole dla automatycznych systemów inwestycyjnych.

3. Podjął próbę wyznaczenia dalszych kierunków badań na efektem momentum :

- ✓ poszerzanie wiedzy o istocie sesyjnego i pozasesyjnego efektu momentum jako nowej formie tej anomalii,
- ✓ analiza natury pozostałych decyli tworzonych dla klasycznego efektu momentum (poza zwycięskimi i przegranymi),
- ✓ poszerzenie badań uwzględniających aspekt czasowy występowania efektu momentum. Przede wszystkim chodzi o różne od klasycznych okresy występowania efektu momentum,
- ✓ sprawdzenie czy ceny notowanych, poszczególnych akcji podlegają efektowi momentum,

- ✓ poszukiwanie nowych metod doboru akcji do portfeli korzystających ze strategii momentum, aby rozpoznać te które dadzą najlepsze stopy zwrotu ze strategii momentum,
- ✓ poszukiwanie zależności efektu momentum od innych anomalii stojących w sprzeczności z hipotezą rynków efektywnych,
- ✓ tworzenie strategii inwestycyjnych wykorzystujących jednoczesne użycie strategii momentum oraz metod analizy technicznej czy analizy fundamentalnej, w celu dalszego zwiększania ich skumulowanej skuteczności,
- ✓ zwrócenie uwagi na strategie odwrotnego inwestowania, w których ceny charakteryzując się odwrotną korelacją pomiędzy przeszłymi i przyszłymi okresami.

Konstatacja sumaryczna jest następująca :

1. Wartość merytoryczną opracowania oceniam bardzo wysoko. Syntetyczne i logiczne wywody Autora wyraźnie wskazują na umiejętność prowadzenia naukowej analizy oraz umożliwiają formułowanie trafnych wniosków teoretycznych i empirycznych. Przydatność dla praktyki gospodarczej (zwłaszcza w trakcie i po pandemii, w „nowym" – powojennym otoczeniu inwestycji na rynku finansowym) polega na wskazaniu możliwości wykorzystania rozważań teoretycznych w praktyce. Są to rozważania w pełni autorskie, będące podstawą do prowadzenia dalszej dyskusji i konsultacji w formie pozytywnej krytyki i dysputy naukowej. Autor zawarł liczne nowe tezy oraz nowatorskie spostrzeżenia, tak więc poziom prezentowanych rozważań ocenić należy jako bardzo, bardzo wysoki. Wszystkie rozdziały dysertacji należy uznać za oryginalne zarówno w odniesieniu do definiowania problemów jaki i zaproponowanej syntetycznej metodzie analizy.

2. Uwagi szczegółowe

1. Praca, moim zdaniem, po przeprowadzeniu pełnej redakcji tekstu (sądzę, że zaprezentowane rozważania powinny zakończyć też się publikacją książkową) nie będzie zawierała błędów redakcyjnych (np. stosowanie średników zamiast przecinków np. s.7, 11, 224,226), wyeliminowane zostaną zapożyczenia z języka rosyjskiego („nieżywotnym" nie można przypisywać cech „żywotnych" np. s.18 – schemat obrazuje, s. 20-schemat obrazuje, s.29 tabela przedstawia itd. : to Autor może przedstawić w tabeli, na schemacie itd., zapisy źródła pod schematami, tabelami powinny być raczej uzupełnione (wykorzystanie „ myśli" innych autorów: opracowanie własne… na podstawie……, czy tytuł rozdziału piątego nie powinien zamiast słowa „efekt" zawierać jego odmianę : efektu?

2. Zagadnienia dyskusyjne :

1. Czy nie można było wyróżnić pewnej kategorii czy klasy walorów spółek notowanych na GPW, które generowałyby silniejszy efekt momentum?

2. Czy nie dało się porównać skuteczności strategii opartych o efekt momentum z popularnymi strategiami bazującymi na analizie technicznej lub fundamentalnej lub z inwestycjami w WIG20 lub WIG.

3. Przy tworzeniu portfeli do badania lub w celach inwestycyjnych efektu momentum nie należałoby odnieść się i badać innych decyli powstających przy rankingowaniu stóp zwrotów w przeszłości. Chodzi o to czy np. korelacja cen w przeszłości i przyszłości (czyli efekt momentum) nie byłaby silniejsza w wariancie - zamiast 1. i 10. decyla badany byłby np. 2. i 9.?

4. Czy nie należałoby sprawdzić czy na pojedynczych walorach firm notowanych na GPW (jakich) nie tworzy się efektu momentum?

5. Czy, aby wnioskować na temat efektu momentum na GPW nie należałoby przeprowadzić badań efektu momentum na cenach akcji podczas całego okresu istnienia GPW (od 1991 r)?

6 Czy nie należałoby zastosować odmiennej procedury obliczania sesyjnego i poza sesyjnego efektu momentum. Chodzi o początkowy moment obliczeń dla poza sesyjnego efektu momentum w miesiącu. Czy początkowym okresem nie powinien być okres przed pierwszą sesją w danym miesiącu zamiast dopiero po zamknięciu sesji pierwszej w miesiącu.

3. Moim zadaniem, Autor :

a/ wykorzystując teoretyczno – logiczne wnioskowanie, wzbogacone zebranymi materiałami faktograficznymi, potwierdził i zweryfikował w przedstawionej publikacji założone do realizacji we wstępie : cel główny, cele szczegółowe, hipotezę główną i hipotezy szczegółowe,

b/ przedstawił zarówno od strony teoretycznej jak i praktycznej istotę, rolę i znaczenie efektu momentum w systemie systemu rachunku efektywności inwestycji,

c/ w prowadzonych rozważaniach :

- na podstawie analizy stwierdzonych zjawisk wyprowadził bardzo interesujące wnioski,

- wykorzystał koncepcje, doświadczenia i poglądy wynikające z nauk społecznych oraz organizacji i zarządzania.

4. Rozważania, prowadzone przez Autora, świadczą o bardzo dobrym przygotowaniu teoretycznym do prowadzenia i przekazywania wiedzy w formie zwartej jak również bezpośrednio do wykorzystania w praktyce gospodarczej Przedstawione rozważania prezentują bardzo dobry poziom merytoryczny. Rozprawa napisana jest relatywnie poprawnym językiem, przejrzyście a formułowane wnioski, oceny oraz rekomendacje są logicznie i przekonywująco uzasadnione.

Sformułowane stwierdzenia upoważniają mnie do postawienie wniosku o dopuszczenie Pana mgr Marcina Fuksiewicza do publicznej obrony pracy doktorskiej.