

20.11.2019

prof. dr hab. Adam Szyszka
Instytut Ekonomii Międzynarodowej
Kolegium Gospodarki Światowej
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Warszawa, 12 listopada 2019 r.

Ocena dorobku doktora Jarosława Klepackiego na potrzeby postępowania habilitacyjnego

1. Podstawa formalna oceny

Podstawę formalną niniejszej opinii stanowi powołanie przez Centralną Komisję ds. Stopni i Tytułów z dnia 14 maja 2019 r. do pełnienia roli recenzenta w komisji habilitacyjnej w postępowaniu dotyczącym dr. Jarosława Klepackiego. Kryteria oceny dorobku w postępowaniu habilitacyjnym wynikają z następujących aktów prawnych:

- Ustawa z dnia 14 marca 2003 o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. Nr 65, poz. 595, z późniejszymi zmianami) – dalej określana jako Ustawa;
- Ustawy z dnia 3 lipca 2018 r. Przepisy wprowadzające ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 30.08.2018, poz 1669) – dalej określanej jako Przepisy przejściowe
- Rozporządzenia Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 1 września 2011 w sprawie kryteriów oceny osiągnięć osoby ubiegającej się o nadanie stopnia doktora habilitowanego (Dz. U. Nr 196, poz. 1165) – dalej określane jako Rozporządzenie.

2. Ocena osiągnięć naukowo-badawczych

2.1. Ocena osiągnięcia naukowego w rozumieniu art. 16 Ustawy

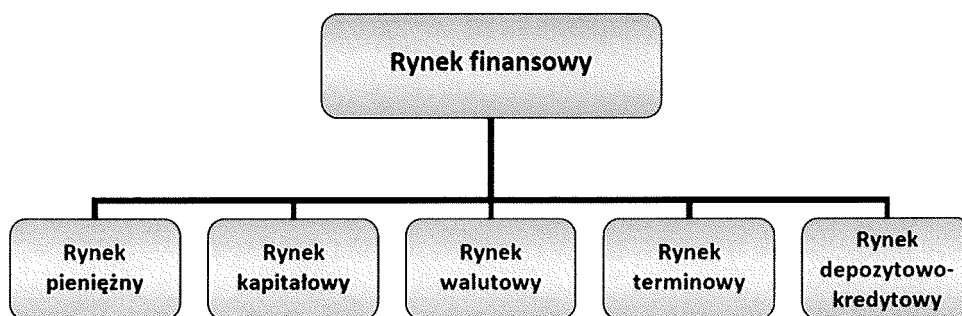
Jako osiągnięcie naukowe w rozumieniu art. 16 Ustawy Habilitant wskazał monografię pt. „Indeks behawioralny w prognozowaniu i decyzjach finansowych” (Wydawnictwo Difin, Warszawa 2019).

Struktura i treść pracy

Recenzowana monografia składa się z wstępu, czterech rozdziałów i podsumowania. Dodatkowo zawiera także bibliografię, wykazy tabel, wykresów i schematów, a także indeksy osób i pojęć. Całość książki liczy 240 stron.

Wstęp zawiera elementy, które powinny pozwolić Czytelnikowi zorientować się w przedmiocie i zakresie opracowania, a także zachęcić do dalszej lektury. Autor definiuje główny problem badawczy w formie pytania: „Które elementy funkcjonalnych aspektów zachowań inwestycyjnych w obszarze rynków kapitałowych są szczególnie istotne w prognozowaniu i decyzjach finansowych?”. Sformułowanie to jest dość zawile i już na początku ujawnia skłonność Habilitanta do stosowania w całym tekście rozprawy mało czytelnych zbitek słów, a niekiedy wręcz łączenia słów niepasujących do siebie. Trudno mi zrozumieć co to są „elementy funkcjonalne aspektów zachowań”. Autor formułuje też cztery problemy szczegółowe, do których nie mam uwag.

Głównym celem rozprawy „jest weryfikacja charakteru i znaczenia czynników behawioralnych w obszarze rynków kapitałowych, uwzględniając szczególnie rynek walutowy oraz giełdy papierów wartościowych”. Takie sformułowanie głównego celu pracy jest błędne i wskazuje na nieznaną klasyfikację segmentów rynku finansowego oraz brak wiedzy, które elementy wchodzi w skład poszczególnych segmentów. Rynek walutowy nie jest składową rynku kapitałowego, lecz odrębnym segmentem rynku finansowego! Niewiedza Autora w tym zakresie przejawia się jeszcze wielokrotnie, również w dalszych fragmentach rozprawy, a także w autoreferacie. Dlatego też, pozwalam sobie przytoczyć najprostszy diagram (pochodzący z materiałów edukacyjnych GPW dla początkujących inwestorów), który przedstawia klasyfikację segmentów rynku finansowego.



Źródło: [https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/Rynek finansowy w Polsce.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/Rynek_finansowy_w_Polsce.pdf)

Główna teza pracy została sformułowana w następujący sposób: „Implementacja zagregowanych czynników behawioralnych prowadzi do usprawnienia naukowego procesu prognozowania w obszarze rynków finansowych”. Dodatkowo Autor sformułował cztery tezy szczegółowe, z których co najmniej dwie są mocno dyskusyjne:

Teza 1.

„Inklinacje behawioralne rynków finansowych mają charakter nieodwracalny i postępujący, dowodząc, iż proces inwestycyjny jest wprost proporcjonalny do szybkości transferu informacji”.

Odnosząc się do powyższej tezy, należy zwrócić uwagę na kilka nieprawidłowości. Po pierwsze, najczęściej mówimy o inklinacjach behawioralnych uczestników rynków, a nie samych rynków. Na rynkach finansowych możemy co najwyżej obserwować skutki (anomalie) niewłaściwych zachowań uczestników, które są wynikiem określonych inklinacji. Po drugie, wprost proporcjonalne mogą być do siebie wyłącznie wartości. Nie wiem, w jaki sposób proces inwestycyjny może być wprost proporcjonalny do szybkości transferu informacji.

Teza 3.

„Prognozy funkcjonujące w obszarze rynków finansowych wykazując często destabilizujący charakter poprzez nieracjonalnie prawdopodobne scenariusze przyszłych zdarzeń”.

Po pierwsze wydaje się, że zamiast „wykazując” powinno być „wykazują”, co ostatecznie można by uznać za błąd drukarski, gdyby nie został on powielony również w autoreferacie. Trudno jednak odgadnąć co Autor ma na myśli, pisząc o „nieracjonalnie prawdopodobnych scenariuszach”. Czy chodzi o nieracjonalnie wysokie, czy może o nieracjonalnie niskie prawdopodobieństwo przypisywane prognozowanym scenariuszom?

We wstępie Habilitant wskazuje także na zastosowane metody i narzędzia badawcze oraz wykorzystane źródła. W syntetyczny sposób prezentuje strukturę pracy i pokrótce omawia treść poszczególnych rozdziałów, których kolejność podporządkowana jest w sposób logiczny prowadzonemu wywodowi. Wśród pomniejszych kwestii odnośnie treści wstępu, należy zwrócić uwagę na nadmiernie uproszczoną definicję kryzysu (s. 7) oraz sprostować, że główne z załamanie na rynkach w Stanach

Zjednoczonych miało miejsce nie w sierpniu 2008 r., jak podaje Autor, lecz we wrześniu (ogłoszenie niewypłacalności Lehman Brothers w dniu 15.09.2008).

Rozdział pierwszy, zatytułowany „Behawioryzm prognozowania w aspekcie inwestycyjnym”, w zamysle Autora ma być przeglądem teoretycznym, w którym są zdefiniowane, uporządkowane i sklasyfikowane pojęcia dotyczące czynników behawioralnych w kontekście procesu prognostycznego na rynkach kapitałowych. Charakter tego rozdziału jest mocno podręcznikowy. W szczególności, nie wiadomo czemu ma służyć proste wymienienie formacji i narzędzi analizy technicznej na stronach 39-42. Punkt „Identyfikacja czynników behawioralnych” (s. 51-54), potencjalnie bardzo istotny w kontekście postawionych celów pracy, został potraktowany nader pobieżnie i pełen jest ogólników, zamiast omówienia konkretnych czynników, które mogłyby być wykorzystane w dalszej części rozprawy. Autor nie ustrzegł się też kilku lapsusów językowych i błędów o mniejszej lub większej wadze. Przykładowo Habilitant pisze:

- „liczba środków przeznaczonych na inwestycje” (s. 17) – powinno być „wartość środków”;
- o „zmiennych, nieraz bardzo szybko ewoluujących” (s. 18) i „szybko ewoluującym otoczeniu” (s. 50) – ewolucja z definicji jest stopniowa, powolna;
- „(...) prognozowanie w aspekcie inwestycyjnym koncentruje się obecnie głównie na analizie szeregów czasowych [cen] w zróżnicowanych interwałach” (s. 23) – nie sposób z tym się zgodzić, gdyż próby przewidywania przyszłych stóp zwrotu obejmują zdecydowanie szerszą paletę narzędzi prognostycznych;
- „homo economicus” (s. 48 i inne), a powinno być „homo oeconomicus” – ten sam błąd powielany jest również a autoreferacie;
- [teoria perspektywy] (...) jest to swoiste, ewolucyjne uzupełnienie analiz: technicznej i fundamentalnej, pozwalające w efektywniejszy sposób zarządzać ryzykiem inwestycyjnym” (s. 49) – w tym miejscu doszło do zupełnego pomieszania pojęć i formułowanie twierdzeń absolutnie nieuprawnionych. Teoria perspektywy nie jest kolejnym narzędziem analitycznym i trudno ją w ogóle odnosić do analizy technicznej, czy fundamentalnej;
- „Zachowanie inwestorskie w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych jest czymś niezwykle dynamicznym, ponieważ na zachowanie wpływa reakcja inwestora na szansę i wymagania oferowane przez zmiany otoczenia gospodarczego” (s. 50) – niestety podobnych zawiłych, a w rzeczywistości nic nie mówiących zdań jest w całym tekście bardzo dużo;

- „Działania inwestorów i motywy im towarzyszące w ramach głównych celów są zawsze takie same – chodzi o minimalizację ryzyka negatywnego i maksymalizację ryzyka pozytywnego w możliwie krótkim terminie. Innymi słowy, każdy inwestor chce, aby jego inwestycja przyniosła możliwie wysokie zyski przy możliwie najniższym ryzyku straty i to możliwie jak najszybciej” (s. 50) – twierdzenie takie jest nazbyt rygorystycznie osadzone w teorii neoklasycznej, a przytaczane jest przez Autora w kontekście podejścia behawioralnego (w punkcie, który poświęcony jest teorii perspektywy). Wiemy, że inwestorzy mogą mieć zmienny stopień awersji do ryzyka, różne preferencje co do długości horyzontu inwestycyjnego, systematyczności i sekwencji wypłat – opisuje to m.in. behawioralna teoria cyklu życia autorstwa Shefrina i Thaler’a;
- „błędy poznawcze (heurystyki)” (s. 51) – heurystyka nie jest synonimem błędu, nie każda heurystyka automatycznie prowadzi do błędu poznawczego.

W rezultacie pomyłek, mało precyzyjnego języka i dużej powierzchowności prowadzonego wywodu, trudno uznać, że pierwszy rozdział opracowania w rzeczywistości spełnił postawione przed nim zadanie „zdefiniowania, uporządkowania i sklasyfikowania pojęć dotyczących czynników behawioralnych w kontekście procesu prognostycznego na rynkach kapitałowych”.

W rozdziale drugim zaprezentowano ogólnie specyfikę rynku walutowego oraz rynku papierów wartościowych. Podjęto również próbę wyodrębnienia oraz scharakteryzowania dedykowanych do tych rynków teorii i metod prognostycznych. Habilitant opisał także zagadnienia związane z dokładnością i trafnością prognoz, podjął się analizy wpływu prognoz na rynek oraz podjął temat cykliczności koniunktury rynkowej w kontekście nastrojów inwestorów. Niestety w treści rozdziału drugiego nadal dominuje styl podręcznikowej „wymienianki” zamiast rzetelnego dyskursu naukowego. Dominuje też powierzchowność i ogólniki. Przykładowo, Autor wielokrotnie pisze, że reakcja inwestorów na prognozy (rekomendacje) analityków może mieć „podłoże psychologiczne”, „fundament psychologiczny”, „czynnik psychologiczny” itd., lecz ani razu nie podaje, jakie konkretnie czynniki natury psychologicznej mogą kierować działaniami inwestorów (np. efekt naśladownictwa). Nie wspomina również, że reakcja rynku na opublikowanie rekomendacji może mieć racjonalny charakter, jeżeli rekomendacja zawiera w istocie nową informację. Wśród uwag szczegółowych do treści rozdziału drugiego wymienić należy:

- Nie jest prawdą, że cały rynek finansowy jest rynkiem regulowanym, gdzie „handel ma unormowane zasady, znane wszystkim jego uczestnikom” (s. 57).

Powyższe może odnosić się jedynie do niektórych składowych rynku finansowego, np. giełdy papierów wartościowych;

- Trudno się zgodzić z twierdzeniem, że giełdy papierów wartościowych są rynkami krajowymi (s. 58) lub mają charakter lokalny (s. 66). Autor zdaje się nie dostrzegać postępującej globalizacji giełd papierów wartościowych, przejawiającej się z jednej strony w formie międzynarodowych aliansów strategicznych i fuzji poszczególnych parkietów, a z drugiej strony coraz częstszymi przypadkami notowania akcji spółek (zwłaszcza globalnych) na wielu giełdach jednocześnie;
- Zaproponowana przez Autora definicja efektywności informacyjnej rynku papierów wartościowych, jako „możliwość szybkiego zmieniania się cen walorów w wyniku napływu ogólnie dostępnych informacji” kładzie nacisk wyłącznie na to, czy rynek szybko reaguje na nowe informacje, zaś zupełnie abstrahuje od tego, czy reakcja rynku jest prawidłowa;
- Co oznacza „założenie graniczące z pewnością” (s. 86) w pracy naukowej?
- Nie wszystkie symbole użyte we wzorach na str. 88 zostały w pełni opisane i wyjaśnione;
- Zamiast „ilość aktualizacji” powinno być „liczba aktualizacji (s. 89);
- Przewaga liczby rekomendacji „sprzedaj” nad rekomendacjami „kupna” nie wynika tylko z „przekonania o występowaniu długookresowego trendu wzrostowego cen akcji” (s. 90), ale też z szeregu innych czynników (np. konfliktu interesu na linii autor/instytucja wydająca rekomendację a spółka lub swoistego aspektu marketingowego rekomendacji, które mają przyciągnąć nowych inwestorów na giełdę);
- Przytoczone przez Habilitanta badania nad skutecznością rekomendacji analityków i możliwością realizacji ponadnormalnych stóp zwrotu z inwestycji dokonywanych zgodnie z rekomendacjami dostarczają niejednoznacznych wyników m.in. ze względu na różnice w podejściu badawczym w poszczególnych pracach, czego Habilitant w ogóle nie dostrzega (s.91). Habilitant jest też niekonsekwentny pisząc raz, że wyniki badań są niejednoznaczne (s. 91 i 95), a zaraz obok, że badania naukowe „jednoznacznie dowodzą (...), że postępując zgodnie z rekomendacjami analityków można osiągnąć w krótkim terminie ponadprzeciętne stopu zwrotu” (s. 95). Istotny jest moment, w którym hipotetyczny inwestor korzysta z rekomendacji – czy jest to dzień sporządzenia rekomendacji (kiedy jest ona znana jedynie wąskiemu gronu osób), czy dzień jej upublicznienia (co następuje zazwyczaj z pewnym opóźnieniem). Zasadniczo

przyjmuje się, że przeciętnie rekomendacje stanowią wartość dla inwestora w dniu ich przygotowania, zaś tracą ją niemal zaraz po upublicznieniu. Na marginesie należy też zauważyć, że nie mówi się o osiągnięciu stóp zwrotu w krótkim lub długim „terminie”, lecz „okresie”;

- Podobnie wewnątrznie sprzeczny i dalece nieprecyzyjny jest fragment na str. 97 odnoszący się do badań nad rekomendacjami analityków na polskim rynku akcji: „[badania] wskazują, że podstawową determinantą objaśniającą zmiany cen akcji jest sam typ („kupuj”/ „sprzedaj”) rekomendacji, jak również to, że rekomendacje średnio nie wpływały w statystycznie istotny sposób na krótkoterminowe zmiany cena akcji (...). Praktycznie wszystkiej jednak pomiary jednoznacznie potwierdzają znaczący wpływ prognoz (rekomendacji) na ceny papierów wartościowych” (s. 97);
- Zupełnie nie wiem jak należy rozumieć takie zdanie: „Szerszy wachlarz zmiennych rzutujących na cenę waloru finansowego przekłada się wprost proporcjonalnie na sprawdzalność opracowanych prognoz, szczególnie po uwzględnieniu czynników, jakimi są horyzont prognozy czy zmienna w postaci jej aktualizacji” (s. 93). Czy dwa razy więcej zmiennych rzutujących na cenę waloru oznacza dwa razy większą sprawdzalność prognoz (wprost proporcjonalnie), czy dwa razy mniejszą (odwrotnie proporcjonalnie)? A może raczej w ogóle nie powinno się w tym kontekście mówić o proporcjonalności?
- Kolejną zagadkę interpretacyjną stanowi dla mnie zdanie: „Analizując przeprowadzone badania w tym zakresie, stwierdzić należy, że dominującym poglądem jest utrzymanie proporcji pomiędzy gasnącym wpływem prognoz na ceny walorów a długością terminu, od kiedy nastąpiła publikacja (im dłuższy okres od upublicznienia prognozy, tym jej wpływ na cenę waloru jest mniejszy)” (s. 95);
- Twierdzenie Autora, że „większa jest szansa, iż trend będzie kontynuowany, niż że zostanie przerwany, czy tym bardziej się załamię” (s. 103), jest nieuprawnione i w istocie rzeczy stanowi przykład błędu behawioralnego, któremu uległ Habilitant;
- Nieprawdziwe jest zdanie: „Zmiana poziomu indeksu giełdowego odzwierciedla dokładnie proporcjonalną zmianę akcji wchodzących w skład indeksu: jeżeli na przykład poziom indeksu wzrasta o 1%, oznacza to, że akcje wchodzące w skład tego indeksu również wzrosły średnio o 1%” (s. 103). Autor nie dostrzegł, że indeksy są najczęściej skonstruowane z wykorzystaniem średniej ważonej, występują limity sektorowe wag, a poza tym część indeksów ma charakter

dochodowy (a nie tylko cenowy), co oznacza, że mogą uwzględniać nie tylko zmiany cen akcji, ale również np. wypłatę dywidend, prawa poboru lub inne świadczenia związane z prawami akcjonariuszy.

- Nadmiernym uproszczeniem jest twierdzenie Habilitanta: „(...) w lipcu 2007 na GPW za złotówkę majątku spółek giełdowych inwestorzy płacili na giełdzie średnio 4 zł, co stanowi ewidentny sygnał, że mamy silne przewartościowanie, ponieważ wskaźnik jest powyżej jedności. (...) Natomiast w lutym 2009 roku (...) za jedną złotówkę majątku spółek inwestorzy płacili zaledwie 70 groszy (wartość wskaźnika poniżej jedności symbolizuje jego niedowartościowanie)” (s. 107). Wskaźnik C/WK (cena rynkowa do wartości rynkowej) nie jest aż tak prostą miarą niedowartościowania/ przewartościowania. Cena rynkowa akcji nie musi być i w większości przypadków nie jest równa wartości księgowej. Nie jest prawdą, że wartość wskaźnika poniżej jedności zawsze symbolizuje niedowartościowanie, zaś powyżej jedności jest oznaką przewartościowania akcji. Na marginesie należy zauważyć, że waluta w Polsce to złoty, a nie złotówka;
- Lista anomalii wymienionych na stronie 108 jest mocno przypadkowa, a ich omówienie jest nad wyraz skromne i nie zawsze prawidłowe. Przykładowo:
 - Efekt dnia w tygodnia nie polega na tym, że „najwyższe stopy zwrotu uzyskiwano w trakcie piątkowych sesji”, lecz polega na tym, że w poniedziałki przeciętnie stopy zwrotu na rynku amerykańskim są niższe niż w pozostałe dni tygodnia (i przynajmniej w części ma to racjonalne podłoże informacyjne);
 - Badania Hirshleifera i Shumwaya rzeczywiście potwierdziły występowanie statystyczne istotnych różnic pomiędzy średnimi stopami zwrotu w dni słoneczne i pochmurne, jednak po uwzględnieniu kosztów transakcyjnych strategia inwestycyjna oparta na tej prawidłowości traci ekonomiczny sens. Na marginesie, Autor przywołuje niewłaściwy przypis bibliograficzny – błędny tytuł artykułu Hirshleifera i Shumwaya¹;
 - Anomalia splitu polega na tym, że zaobserwowano występowanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu po przeprowadzeniu operacji podziału akcji, natomiast samo zmniejszenie wartości nominalnej i zwiększenie liczby akcji w wyniku splitu jest normalnym efektem o charakterze technicznym i nie w tym należy dopatrywać sensu anomalii.

¹ Hirshleifer, D., Shumway, T. (2003), *Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather*, Journal of Finance, Vol. 58 (3), s. 1009-1032.

W rozdziale trzecim Autor prezentuje wybrane indeksy i narzędzia badające nastroje inwestorów. W autoreferacie Habilitant podaje, że „drogą analizy i selekcji wybrano do charakterystyki te indeksy, które w opinii autora łączą w sobie najwyższy współczynnik czynników behawioralnych oraz zasięg praktycznego zastosowania” (s. 10 autoreferatu). Niestety nie wiem, czym jest ów „współczynnik czynników behawioralnych”. Prezentacja poszczególnych narzędzi badających nastroje inwestorów została przeprowadzona w sposób wysoce pogładowy, jakby Autor pisał skrypt dla początkujących inwestorów, a nie rozprawę naukową. Brakuje osadzenia w teorii rynku kapitałowego. Razi też celowy dobór sytuacji rynkowych ilustrujących kiedy określone narzędzie prognostyczne sprawdziło się, bez żadnej refleksji na temat podobnych sytuacji, kiedy okazało się nieużyteczne. Wśród innych kwestii szczegółowych odnoszących się do treści rozdziału trzeciego należy zwrócić uwagę, że opcja nie jest papierem wartościowym (s. 133). Ze względu na ograniczone zasoby czasu i miejsca w niniejszej recenzji, nie komentuje już szczegółowo kolejnych lapsusów językowych i zwrotów stanowiących zagadki interpretacyjne dla czytelnika.

Rozdział czwarty w zawiera propozycję autorskiego Lokalnego Indeksu Nastrojów (LIN). W zamyśle Autora ma to być „(...) narzędzie ostrzegawcze dla rynków kapitałowych ze szczególnym wskazaniem (dedykowanie) na obszar rynku giełd papierów wartościowych oraz rynku walutowego”, a „(...) w rozdziale tym przeprowadzono również weryfikację empiryczną skuteczności indeksu dla polskiego i węgierskiego rynku finansowego” (s. 11 autoreferatu). W rzeczywistości Habilitant zaprezentował podejście badawcze, które jest przykładem typowej eksploracji danych ukierunkowanej na uzyskanie pożądaných wyników (ang. *data mining*). Po pierwsze, Autor sam przyznaje, że wagi składowych indeksu zostały dobrane „(...) w takim układzie, który w badanym okresie odznaczał się najwyższym współczynnikiem korelacji” (s. 178). Po drugie, „empiryczna weryfikacja” skuteczności indeksu została przeprowadzona dla tego samego okresu, co okres analizy na potrzeby estymacji wag składowych indeksu. Innymi słowy okres estymacji modelu i jego weryfikacji były tożsame. W ogóle nie przeprowadzono weryfikacji modelu na danych spoza okresu estymacji (ang. *out-of-sample*). Co więcej, Autor sam przyznaje, że tego rodzaju narzędzie jest „skalibrowane do specyfiki określonych rynków (tu i teraz) i bardzo często w celu utrzymania ich wskaźnika sprawdzalności aktualizowane” oraz, że „wagi poszczególnych składowych (...) z pewnością z czasem będą wymagały kalibracji”. Takie podejście badawcze świadczy o zupełnym niezrozumieniu Habilitanta, na czym polega prawdziwie naukowe podejście

do tworzenia modeli i ich empiryczna weryfikacja. Co do zasady, takie ułomne podejście badawcze dyskwalifikuje zaproponowane „narzędzie prognostyczne”.

Zasadniczą treść pracy wieńczy podsumowanie, w którym Habilitant zebrał i syntetycznie przedstawił najistotniejsze – w Jego rozumieniu – osiągnięcia rozprawy. Niestety, nie sposób zgodzić się z wieloma konkluzjami. Po pierwsze, samo wymienienie mniej lub bardziej przypadkowo dobranych inklinacji behawioralnych bez wyjaśnienia, w jaki sposób wiążą się one z przewidywaniem zmian cen na rynku trudno uznać za „identyfikację czynników behawioralnych w procesie prognozowania”. W pracy Autor pisze najczęściej w sposób ogólny o bliżej nieokreślonych czynnikach psychologicznych lub czynnikach behawioralnych, nie wskazując jednak konkretnie, o które czynniki chodzi i jaką pełnią one rolę w procesie prognozowania. We wnioskach końcowych Habilitant powiela te same błędy, które zostały już wskazane przy okazji omawiania poszczególnych rozdziałów.

Ocena wartości metodycznych

Rozprawa ma charakter teoretyczno-empiryczny. W pierwszym odbiorze praca sprawia pozory dobrze ułożonej pod kątem metodycznym. Ma zidentyfikowany główny problem badawczy oraz towarzyszące mu cztery problemy cząstkowe. Ma też określony główny cel i cztery cele szczegółowe. Zdefiniowano główną tezę badawczą oraz cztery tezy szczegółowe. Niemniej, dopiero gdy czytelnik zagłębi się w treść i próbuje zrozumieć znaczenie poszczególnych elementów immanentnych dla każdego opracowania naukowego, okazuje się, że wiele sformułowań jest pustych lub trywialnych, niekiedy błędnych, a inne stanowią zagadkę interpretacyjną ze względu na specyficzny język stosowany przez Autora. Wywód logiczny jest niejednokrotnie zaburzony, a wiele twierdzeń formułowanych jest w sposób nieuprawniony. Największym rozczarowaniem jest zapowiadany na przestrzeni całej pracy Lokalny Indeks Nastrojów (LIN). Podejście metodyczne zastosowane przez Autora do estymacji i weryfikacji tego modelu jest nienaukowe i sprowadza się do eksploracji danych celem jak najlepszego dopasowania parametrów modelu, który następnie jest weryfikowany na tej samej próbie. Autor z góry założył konieczność zmiany wag poszczególnych składowych LIN, gdyby miał zostać zastosowany w przyszłości na innej próbie. Jaka jest zatem użyteczność takiego narzędzia prognostycznego?

Ocena merytoryczna pracy

Poziom merytoryczny pracy niestety oceniam jako niski, co jest wypadkową wcześniej zgłoszonych zastrzeżeń. Praca ma wiele błędów. Ze względu na ułomne podejście metodyczne, skryptowy charakter, a także duży poziom ogólności w kluczowych pod kątem obranego celu zagadnieniach, kwalifikuje się raczej jako pozycja popularno-naukowa niż opracowanie stricte naukowe.

Monografia autorstwa Pana Doktora Jarosława Klepackiego pt. „Indeks behawioralny w prognozowaniu i decyzjach finansowych” w moim przekonaniu nie może zostać uznana za osiągnięcie naukowe „stanowiące znaczny wkład autora w rozwój określonej dyscypliny naukowej” w rozumieniu art. 16 Ustawy.

2.2. Ocena aktywności naukowo-badawczej

Po uzyskaniu stopnia doktora Pan Jarosław Klepacki opublikował, według danych zebranych w dokumentacji postępowania habilitacyjnego, łącznie 31 pozycji (włączając monografię habilitacyjną), z czego 11 pozycji zostało dołączonych do dokumentacji (monografia + 10 fotokopii publikacji). Dorobek publikacyjny obejmuje 2 monografie samodzielne (w tym habilitacyjną), 3 monografie we współautorstwie (przy czym Habilitant wskazał 2 monografie w j. polskim i angielskim jako oddzielne pozycje, jednak już analiza tytułu i spisów treści daje przesłanki, aby przypuszczać, że w gruncie rzeczy jest to ta sama książka wydana w dwóch językach), 2 rozdziały w monografiach, 20 artykułów w czasopiśmie naukowych (z tego 7 pozycji współautorskich), a także redakcję i współredakcję 4 opracowań. W dorobku znajduje się 8 publikacji w języku angielskim, przy czym 3 z nich są to pozycje opublikowane w czasopiśmie naukowym z listy JCR. Wszystkie publikacje w j. angielskim są to opracowania we współautorstwie, w których udział Habilitanta nie przekracza 33%. Dominują za to publikacje o zasięgu krajowym, przy czym aż 13 zostało opublikowanych nakładem Wydawnictwa Społecznej Akademii Nauk.

Indeks Hirscha kształtuje się na poziomie 3 (dane z Złącznika nr 3 na dzień 22.02.2019 wg Publish or Perish). W dokumentacji brak jest danych na temat liczby cytowań i poziomu indeksu Hirscha wg bazy Web of Science, o której mowa w § 4 ust. 4 i 5 Rozporządzenia.

Zauważyć można znaczną różnicę pomiędzy poziomem naukowym publikacji samodzielnych Habilitanta a jakością publikacji we współautorstwie (na niekorzyść tych pierwszych). Publikacje samodzielne (przynajmniej te, których kopie załączono do dokumentacji) to przede wszystkim prace o charakterze przyczynkarskim, o niskim stopniu oryginalności i znikomym wkładzie do nauki (brak własnych rzetelnych badań empirycznych, głównie przeglądy literatury oraz prezentacja określonych narzędzi). Z kolei wyróżniające się trzy artykuły we współautorstwie (czasopisma z JCR) leżą poza głównym nurtem zainteresowań Habilitanta (finanse publiczne).

Aktywność naukowo-badawcza dr. Jarosława Klepackiego przejawiała się również w formie uczestnictwa w konferencjach naukowych. W okresie po uzyskaniu stopnia doktora Habilitant uczestniczył w 30 konferencjach, przy czym tylko na 12 z nich wygłosił własne referaty. Żadna z tych konferencji nie odbywała się zagranicą.

Habilitant nie kierował żadnymi naukowymi projektami zbiorowymi. Prowadził natomiast projekty badawcze w ramach tzw. badań własnych. Był też członkiem zespołu badawczego, który tworzyli także prof. dr hab. Marian Noga oraz dr hab. Konrad Raczkowski, a który realizowany był w Wyższej Szkole Bankowej we Wrocławiu i Społecznej Akademii Nauk w Warszawie. Dr Klepacki był również uczestnikiem dwóch międzynarodowych projektów badawczych realizowanych wspólnie przez Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego i Business School at Bournemouth University z Wielkiej Brytanii.

Pozostałe przejawy aktywności opisane w autoreferacie jako projekty badawcze w rzeczywistości należałoby uznać raczej za działalność szkoleniowo-popularyzatorską (szkolenia i warsztaty dla przedsiębiorców).

W 2016 r. Pan Dr Jarosław Klepacki otrzymał Główną Nagrodę Prezesa Polskiej Akademii Nauk „za wybitne osiągnięcia naukowe w zakresie finansów”, jako współautor książki „Zarządzanie ryzykiem w polskim systemie finansowym”. W dokumentacji nie znalazłem informacji o jakichkolwiek innych nagrodach, wyróżnieniach lub stypendiach naukowych, a zwłaszcza brak jest nagród lub wyróżnień międzynarodowych.

Omówiony w tym punkcie dorobek Habilitanta zasługuje na bardzo umiarkowaną ocenę. Z ubolewaniem stwierdzam, że dominują w nim publikacje lokalne o niskim stopniu oryginalności i bardzo ograniczonym wkładzie do nauki. W rezultacie ich rozpoznawalność i cytowalność, pomimo relatywnie długiego okresu pracy naukowej Habilitanta, jest niska. Kierując się szczegółowymi kryteriami oceny zawartymi w Rozporządzeniu, istnieją przesłanki do stwierdzenia, iż Habilitant jedynie w stopniu minimalnym spełnia ustawowe kryterium „istotnej aktywności

naukowej” w rozumieniu art. 16 Ustawy. W żadnym jednak razie w twórczości Doktora Jarosława Klepackiego nie odnajduję pozycji, które mogły by zostać uznane za jednotematyczny cykl „stanowiący znaczny wkład autora w rozwój określonej dyscypliny naukowej” w rozumieniu art. 16 Ustawy.

3. Ocena w zakresie dorobku dydaktycznego i popularyzatorskiego oraz współpracy międzynarodowej Habilitanta

Odnosząc ocenę dorobku dydaktycznego i popularyzatorskiego oraz współpracy międzynarodowej Habilitanta wprost do kryteriów wymienionych w art. 5 Rozporządzenia, można stwierdzić:

1) uczestnictwo w programach europejskich i innych programach międzynarodowych lub krajowych:

- Brak;

2) udział w międzynarodowych lub krajowych konferencjach naukowych lub udział w komitetach organizacyjnych tych konferencji:

- Habilitant sześciokrotnie był członkiem komitetu organizacyjnego konferencji organizowanych przez Społeczną Akademię Nauk,
- uczestniczył w charakterze prelegenta w 12 krajowych konferencjach,
- nie uczestniczył w ani jednej konferencji zagranicznej;

3) otrzymane nagrody i wyróżnienia:

- Główna Nagroda Prezesa Polskiej Akademii Nauk „za wybitne osiągnięcia naukowe w zakresie finansów”, jako współautor książki „Zarządzanie ryzykiem w polskim systemie finansowym” (2016).

4) udział w konsorcjach i sieciach badawczych:

- Udział w Konsorcjum DMK Sp. z o.o. oraz Kancelaria Prawna Chałas i Wspólnicy w zakresie badania i analiz efektywności struktur opcji walutowych, jako instrumentów ograniczających ryzyko kursu walutowego w Polsce (2010-2012);

5) kierowanie projektami realizowanymi we współpracy z naukowcami z innych ośrodków polskich i zagranicznych, a w przypadku badań stosowanych we współpracy z przedsiębiorcami:

- Brak;

6) udział w komitetach redakcyjnych i radach naukowych czasopism:

- Brak doświadczenia w stałych komitetach redakcyjnych i radach naukowych czasopism, jednak doświadczenie we współredagowaniu 3 zeszytów czasopisma *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, Wydawnictwo Społecznej Akademii Nauk;

7) członkostwo w międzynarodowych lub krajowych organizacjach i towarzystwach naukowych:

- Członek zwyczajny Towarzystwa Naukowego Organizacji i Kierownictwa, Oddział Warszawski (2008-obecnie);

8) osiągnięcia dydaktyczne i w zakresie popularyzacji nauki lub sztuki:

- doświadczenie w prowadzeniu zajęć ze studentami uczelni niepublicznych (Wyższa Szkoła Infrastruktury i Zarządzania w Warszawie, Społeczna Akademia Nauk w Warszawie) oraz uczelni publicznej (Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski) w obszarach zarządzania i finansów;
- Brak informacji o osiągnięciach w postaci wykładów gościnnych lub krótkoterminowych staży dydaktycznych w innych ośrodkach akademickich w kraju lub zagranicą;

9) opieka naukowa nad studentami:

- Zgodnie z informacjami zawartymi w przedłożonej dokumentacji, dr Jarosław Klepacki był promotorem 66 prac licencjackich i 21 prac magisterskich, a także recenzentem 73 prac licencjackich i 20 prac magisterskich;
- Opiekun koła naukowego „Akademia Inwestowania” dla studentów Społecznej Akademii Nauk w Warszawie (2013-2014).

10) opieka naukowa nad doktorantami w charakterze opiekuna naukowego lub promotora pomocniczego, z podaniem tytułów rozpraw doktorskich:

- Promotor pomocniczy w przewodzie doktorskim mgr. Patryka Matussek. Tytuł rozprawy doktorskiej: „Preferencje alokacji kapitału gospodarstw domowych na rynku polskim i niemieckim w okresach 2004-2007 oraz 2010-2016”, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, otwarcie przewodu: marzec 2019

11) staże w zagranicznych lub krajowych ośrodkach naukowych lub akademickich:

- Brak;

12) wykonanie ekspertyz lub innych opracowań na zamówienie organów władzy publicznej, samorządu terytorialnego, podmiotów realizujących zadania publiczne lub przedsiębiorców:

- Stały biegły sądowy przy Sądzie Okręgowym w Warszawie oraz przy Sądzie Okręgowym Warszawa-Praga (2009-obecnie);

- W dokumentacji znajduje się lista 17 ekspertyz przygotowanych na zlecenia sądów, prokuratur, ABW, oraz kancelarii prawnych

13) udział w zespołach eksperckich i konkursowych:

- Arbiter przy Międzynarodowym Sądzie Arbitrażowym w Amsterdamie, placówka we Wrocławiu, specjalizacja: zarządzanie ryzykiem finansowym, rynki kapitałowe (2010-obecnie)
- Arbiter przy Sądzie Arbitrażowym przy Regionalnej Izbie Gospodarczej w Katowicach, specjalizacja: zarządzanie ryzykiem finansowym, rynki kapitałowe (2014-obecnie)

14) recenzowanie projektów międzynarodowych lub krajowych oraz publikacji w czasopiśmie międzynarodowych i krajowych:

- Brak;

Habilitant jest osobą aktywną, posiadającą duże doświadczenie dydaktyczne, a także udzielającą się w środowisku praktyków gospodarczych. Niestety jego działalność dydaktyczna, organizacyjna i popularyzatorska ograniczona jest wyłącznie do aktywności krajowych. Negatywnie należy brak pobytów w zagranicznych ośrodkach naukowych, jak również brak zaangażowania w programach europejskich i innych programach międzynarodowych. Habilitant nie ma też doświadczenia w kierowaniu projektami naukowymi. Pozytywnie natomiast należy ocenić doświadczenie w charakterze promotora pomocniczego i wcześniejszej opieki nad doktorantem (choć dotyczy to tylko jednej osoby).

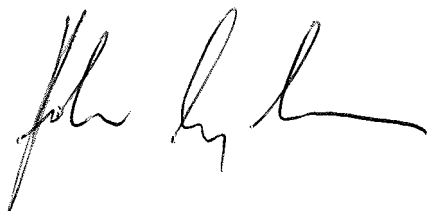
Zestawiając informacje zawarte w przedłożonej dokumentacji habilitacyjnej z kryteriami wynikającymi z art. 5 Rozporządzenia, w mojej ocenie dr Jarosław Klepacki spełnia większość wymagań w zakresie dorobku dydaktycznego i popularyzatorskiego oraz współpracy międzynarodowej stawianych kandydatom do stopnia doktora habilitowanego.

4. Wnioski końcowe

Końcowa ocena jest wypadkową wcześniej przedstawionych opinii cząstkowych. Mając na uwadze przede wszystkim uwagi zgłoszone do osiągnięcia naukowego w rozumieniu art. 16 Ustawy, relatywnie słabą ocenę pozostałego dorobku naukowego, przy

umiarkowanej ocenie dorobku dydaktycznego i popularyzatorskiego oraz współpracy międzynarodowej, konsekwentnie zmuszony jestem sformułować wniosek końcowy, iż:

Pan Doktor Jarosław Klepacki aktualnie nie spełnia kryteriów ustawowych niezbędnych do uzyskania stopnia naukowego doktora habilitowanego.

A handwritten signature in black ink, consisting of several stylized, cursive letters and a long horizontal stroke at the end.

Warszawa, dnia 12 listopada 2019 r.