

Szczecin, dnia 30 listopada 2019

dr hab. Katarzyna Byrka-Kita, prof. US
Uniwersytet szczeciński
Wydział Ekonomii, Finansów i Zarządzania
Katedra Finansów i bankowości

Recenzja

dorobku naukowo-badawczego, dydaktyczno-organizacyjnego i współpracy międzynarodowej dra Stanisława Urbańskiego
w związku z postępowaniem o nadanie stopnia naukowego
doktora habilitowanego nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse

1. Uwagi wstępne

Przedstawiona recenzja została przygotowana zgodnie z wymogami artykułu 16 ust. 4 Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (t.j. Dz.U. z 2017r., poz.1789) oraz Rozporządzeniem Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 1 września 2011 r. w sprawie kryteriów oceny osiągnięć osoby ubiegającej się o wydanie stopnia doktora habilitowanego (Dz. U. nr 196, poz. 1165).

Podstawą oceny dorobku naukowo-badawczego, dydaktyczno-organizacyjnego i współpracy międzynarodowej Habilitanta była przedstawiona dokumentacja zawierająca w szczególności:

- autoreferat (w języku polskim i angielskim), w którym m.in. wskazano osiągnięcie naukowe wynikające z art. 16 ust. 2 Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki a ponadto przedstawiono pozostałe osiągnięcia naukowo-badawcze (Załącznik 2a, Załącznik 2b),
- wykaz opublikowanych prac naukowych (Załącznik 3a),
- informacje o osiągnięciach dydaktycznych, współpracy naukowej i popularyzacji nauki (Załącznik 3b),
- monografię (Załącznik 7) oraz kserokopie publikacji stanowiących osiągnięcie naukowe (Załącznik 8).

2. Sylwetka Habilitanta i jego osiągnięcia w świetle kryteriów prawnych

Dr Stanisław Urbański ukończył w 1981 roku studia wyższe na Wydziale Metalurgicznym Akademii Górniczo-Hutniczej w Krakowie. Stopień naukowy doktora nauk technicznych uzyskał w roku 1987 na podstawie rozprawy doktorskiej pt.: „Naprężenia i odkształcenia w procesie swobodnego ciągnięcia rur przez obrotowe ciągnadło”, przygotowanej pod opieką naukową prof. dra hab. inż. Lucjana Sadoka. Habilitant w 1986 roku podjął pracę w Wyższej Szkole Pedagogicznej w Krakowie na etacie asystenta, a następnie w okresie od 1988 do 1996 był zatrudniony na Wydziale Metalurgicznym Akademii Górniczo-Hutniczej w roli pracownika naukowo-technicznego. Jednocześnie przez półtora roku, od stycznia 1990 do 30 września 1991 pracował jako pracownik naukowy w Royal Institute of Technology w Sztokholmie. Od 15.02.1996 do chwili obecnej jest zatrudniony na Wydziale Zarządzania Akademii Górniczo-Hutniczej, początkowo na etacie pracownika naukowo-technicznego, a od 1.10.1997 do chwili obecnej na etacie adiunkta.

Na podstawie przedstawionej dokumentacji można stwierdzić, że po uzyskaniu stopnia naukowego doktora zainteresowania naukowe Habilitanta koncentrują się wokół trzech

powiązanych obszarów badawczych. Pierwszy z nich dotyczy wyceny papierów wartościowych, a dokładnie modelowania inwestycji na rynku akcji. Drugi wątek badawczy obejmuje modelowanie równowagi na rynku akcji. Trzeci nurt, najmniej eksponowany, skupia się na wykorzystaniu procedur bootstrap do oceny wieloczynnikowej efektywności portfeli.

Biorąc pod uwagę zawarte w Rozporządzeniu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 1 września 2011 r. kryteria oceny osoby ubiegającej się o stopień naukowy doktora habilitowanego, poniżej zestawiono dokonania Kandydata.

Tabela 1. Osiągnięcia Kandydata w świetle Rozporządzenia Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 1 września 2011 r.

Kryterium oceny	Osiągnięcia Habilitanta
Osiągnięcia naukowo-badawcze	
Główne dzieło naukowe;	Kryterium spełnione
Autorstwo lub współautorstwo publikacji naukowych w czasopismach znajdujących się w bazie Journal Citation Reports (JCR) lub na liście European Reference Index for the Humanities	3 publikacje
Autorstwo lub współautorstwo monografii, publikacji naukowych w czasopismach międzynarodowych lub krajowych innych niż znajdujące się w bazach lub na liście, o których mowa powyżej	42 publikacje
Autorstwo lub współautorstwo odpowiednio dla danego obszaru: opracowań zbiorowych, katalogów zbiorów, dokumentacji prac badawczych, ekspertyz, utworów i dzieł artystycznych	Brak
Sumaryczny impact factor publikacji naukowych według listy Journal Citation Reports (JCR), zgodnie z rokiem opublikowania	1,16 Czasopismo Economic Systems w 2013 otrzymało IF = 0,611
Liczba cytowań publikacji według bazy Web of Science (WoS)	35
Indeks Hirscha opublikowanych publikacji według bazy Web of Science (WoS)	3
Kierowanie międzynarodowymi lub krajowymi projektami badawczymi lub udział w takich projektach	– Kierownictwo w dwóch projektach – Udział w pięciu badaniach własnych Katedry Finansów AGH
Międzynarodowe lub krajowe nagrody za działalność odpowiednio naukową albo artystyczną	Trzy nagrody za działalność naukową przyznane przez Rektora AGH
Wygłoszenie referatów na międzynarodowych lub krajowych konferencjach tematycznych	Wygłoszenie referatów w trakcie trzydziestu krajowych konferencji
Osiągnięcia w zakresie dorobku dydaktycznego i popularyzatorskiego oraz współpracy międzynarodowej	
Uczestnictwo w programach europejskich i innych programach międzynarodowych lub krajowych	Brak
Udział w międzynarodowych lub krajowych konferencjach naukowych lub udział w komitetach organizacyjnych tych konferencji	Udział w trzydziestu krajowych konferencjach
Otrzymane nagrody i wyróżnienia	Trzy nagrody Rektora Akademii Górniczo-Hutniczej za działalność naukową
Udział w konsorcjach i sieciach badawczych	Brak

Kierowanie projektami realizowanymi we współpracy z naukowcami z innych ośrodków polskich i zagranicznych, a w przypadku badań stosowanych we współpracy z przedsiębiorcami	Brak
Udział w komitetach redakcyjnych i radach naukowych czasopism	Brak
Członkostwo w międzynarodowych lub krajowych organizacjach i towarzystwach naukowych	Brak
Osiągnięcia dydaktyczne i w zakresie popularyzacji nauki lub sztuki	<ul style="list-style-type: none"> - Opiekun Koła Naukowego „MAKLER” działającego przy Wydziale Zarządzania AGH - Udział w redagowaniu Międzyuczelnianego Forum Dyskusyjnego „MUFLON”
Opieka naukowa nad studentami	Kryterium w pełni spełnione
Opieka naukowa nad doktorantami w charakterze opiekuna naukowego lub promotora pomocniczego, z podaniem tytułów rozpraw doktorskich	Brak
Staże w zagranicznych lub krajowych ośrodkach naukowych lub akademickich	Styczeń 1990 – czerwiec 1991 praca na stanowisku gościnnego pracownika naukowego w Royal Institute of Technology, Department of Material Processing Technology 1994 – dwumiesięczny staż naukowy w Royal Institute of Technology
Wykonanie ekspertyz lub innych opracowań na zamówienie organów władzy publicznej, samorządu terytorialnego, podmiotów realizujących zadania publiczne lub przedsiębiorców	Brak
Udział w zespołach eksperckich i konkursowych	Główny wykonawca w projekcie dotyczącym wykonania oprogramowania komputerowego symulującego nowo wdrażany proces technologiczny w przedsiębiorstwie hutniczym Ovako Steel, Hofors
Recenzowanie projektów międzynarodowych lub krajowych oraz publikacji w czasopismach międzynarodowych i krajowych.	16 recenzji (w tym 5 w j angielskim do czasopism z listy Journal Citation Reports)

Tabela przedstawia zestawienie kryteriów określonych w rozporządzeniu MNiSW wraz ze wskazaniem, czy kandydat je spełnia. Ocena jakościowa zostanie przedstawiona w dalszej części recenzji.

3. Ocena dorobku naukowego

3.1. Ocena osiągnięcia naukowego wskazanego przez Habilitanta stosownie do zapisu w §16 Ustawy o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki z 14.03.2003 r. (z późniejszymi zmianami)

We wniosku o przeprowadzenie postępowania habilitacyjnego jako podstawowe osiągnięcie naukowe Autor wskazał cykl jedenastu publikacji, na które złożyło się dziesięć artykułów oraz monografia, pod wspólnym tytułem: **Propozycja i zastosowanie**

nowatorskich aplikacji ICAPM do szacowania ryzyka, premii za ryzyko i kosztu kapitału.

W skład tego zestawu wchodzi następujące publikacje:

1. *Modelowanie równowagi na rynku kapitałowym – weryfikacja empiryczna na przykładzie akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, 2011, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice; MNiSW – 20 pkt.
2. *Multifactor Explanations of Returns on the Warsaw Stock Exchange in Light of the ICAPM*, *Economic Systems*, 36, 2012, ss. 552-570, ELSEVIER; *Impact Factor* za 2013: 0,611; MNiSW – 4 pkt.
3. *A New ICAPM Approach to Multifactor Stock Pricing using Bootstrap*, *Folia Oeconomica Cracoviensia*, Vol. LV, 2014, ss. 15-33, (współautor: J. Leśkow; wg oświadczenia współautora udział S. Urbańskiego wynosi 52%); MNiSW – 0 pkt.
4. *The Impact of Penny Stocks on the Pricing of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange in Light of the CAPM*, *Folia Oeconomica Stetinensia*, 14 (2), 2014, ss. 163-178; (współautorzy: P. Jawor P., K. Urbański; wg oświadczenia współautorów udział S. Urbańskiego wynosi 70%); MNiSW – 10 pkt.
5. *The Impact of Speculation on the Pricing of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange in Light of the ICAPM*, *Managerial Economics*, 16 (1), 2015, ss. 91-111; MNiSW – 13 pkt.
6. *Multifactor-efficiency of the Fama-French Portfolios Formed on the Warsaw Stock Exchange; Bootstrap Method Application*, *Ekonomista*, 4, 2015, ss. 515-530; (współautor: J. Leśkow; wg oświadczenia współautora udział S. Urbańskiego wynosi 52%); MNiSW – 14 pkt.
7. *The Influence of Penny Stocks on the Pricing of Companies Quoted on the Warsaw Stock Exchange in the Context of the ICAPM*, *Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego Studia i Prace SGH*, 2015, 3 (23), ss. 75-92; MNiSW – 9 pkt.
8. *Long-Run Performance Persistence of Investment Funds in Poland*, *Emerging Markets Finance and Trade*, 52 (8), 2016, ss. 1813-1831; (współautorzy: M. Winiarz, K. Urbański; wg oświadczenia współautorów udział S. Urbańskiego wynosi 70%); *Impact Factor* za 2016: 0,826; MNiSW – 20 pkt.
9. *Short, medium- and long-run performance persistence of investment funds in Poland*, *Bank&Kredit*, 48 (4), 2017, ss. 343-373; MNiSW – 14 pkt.
10. *Comparison of modified and classic Fama-French model for the Polish market*, *Folia Oeconomica Stetinensia*, 17 (1), ss. 80-96; MNiSW – 11 pkt.
11. *CAPM applications for appropriate stock pricing – impact of speculation companies*, *Managerial Economics*, 18 (2), 2017, ss. 227-245; (współautorka: I. Skalna; wg oświadczenia współautorki udział S. Urbańskiego wynosi 70%); MNiSW – 13 pkt.

Według oświadczenia dra S. Urbańskiego artykuły zostały uporządkowane w ramach głównych obszarów badawczych:

- A. Światowy dorobek literatury jasno wskazuje, że nadal istnieje potrzeba kontynuacji badań nad wyceną instrumentów finansowych. Dotychczas opublikowane wyniki badań dotyczących teorii wyceny kapitałowej i arbitrażowej nie precyzują ani liczby ani postaci zmiennych wpływających na stopy zwrotu. Wobec tego rysuje się ciekawy obszar badawczy (pozycje 1, 2, 10) dotyczący **modelowania inwestycji na rynku akcji**.
- B. Obszar drugi (pozycje 4, 5, 7, 8, 9 i 11) obejmuje artykuły, w których podejmowano próbę **modelowania równowagi na rynku akcji**.
- C. Obszar trzeci (pozycje 3 i 6) ma wydźwięk metodyczny i dotyczy możliwości zastosowania metod bootstrap do oceny efektywności modelu Fama-Frencha oraz aplikacji ICAPM zaproponowanego przez Urbańskiego w pozycji *Modelowanie równowagi na rynku kapitałowym – weryfikacja empiryczna na przykładzie akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, 2011, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.

Niestety, Autor nie uporządkował tych publikacji tak, aby stanowiły logiczny ciąg realizowanych badań, który świadczyłby o tym, że w istocie mamy do czynienia z cyklem jednotematycznych publikacji. Wątpliwości budzi również sam tytuł i pojawiające się w nim słowo „aplikacje”.

Niemniej jednak, bezdyskusyjnym pozostaje to, że problematyka artykułów i książki sytuuje dorobek dra Stanisław Urbańskiego w dyscyplinie *Finanse*.

Opracowania dra Stanisława Urbańskiego zostaną omówione w takiej kolejności, w jakiej zostały ujęte w dokumentacji habilitacyjnej.

Pozycja 1. Monografia *Modelowanie równowagi na rynku kapitałowym – weryfikacja empiryczna na przykładzie akcji notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie* otwiera cały cykl, prezentując wyniki badań przeprowadzonych na podstawie akcji spółek o dodatniej wartości księgowej notowanych na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1995-2005. Zastosowanie zaproponowanego zagregowanego modelu trójczynnika pozwoliło na symulację wektora ryzyka systematycznego i premii za ryzyko, w świetle teorii Intertemporal Capital Asset Pricing Model (ICAPM). Badania pokazały także, że może on stanowić alternatywę dla modelu Famy i Frencha oraz klasycznej wersji CAPM. Walorem opracowania jest kompleksowa analiza przydatności modeli równowagi na rynku akcji stosowanych w rozwiniętych gospodarkach rynkowych, przede wszystkim w USA. Autor przeprowadził szerokie i głębokie studia literaturowe zarówno w sferze estymacji jak i testowania modeli wyceny na rynku amerykańskim. Jednocześnie język i sposób prowadzenia wywodu sprawia, że lektura tej pozycji jest poważnym wyzwaniem. Zastrzeżenia budzi sam sposób sformułowania hipotez. Co więcej, na podstawie badań przeprowadzonych przy wykorzystaniu zaawansowanych technik ekonometrycznych wysnuto bardzo lapidarne, wręcz techniczne wnioski. Zabrakło odniesienia wyników do badań przeprowadzonych na rynkach innych niż amerykański. Ponadto Habilitant nie wskazuje implikacji praktycznych wynikających z jego badań dla inwestorów. Najpoważniejszym jednak mankamentem jest brak jasnego ustosunkowania się do tez wywodu postawionych we wstępie do pracy. Wnioski końcowe zawarte w podsumowaniu zostały tak przedstawione, że trudno je powiązać z tezami sformułowanymi we wstępie (str. 19).

Pozycja 2. Artykuł *Multifactor Explanations of Returns on the Warsaw Stock Exchange in Light of the ICAPM* stanowi kontynuację rozważań prowadzonych w monografii. Celem tej pracy była analiza możliwości zastosowania zaproponowanego przez Habilitanta zagregowanego modelu do wyceny akcji na polskim rynku kapitałowym na tle klasycznych wersji modeli Famy-Frencha (FF) oraz CAPM. Zbadano zmiany zarówno rozkładów, jak i wartości składowych ryzyka i premii za ryzyko portfeli akcji dopuszczonych do obrotu na GPW w Warszawie przed i po wejściu Polski do UE. Badania przeprowadzono na podstawie szeregów czasowych notowań akcji dopuszczonych do obrotu na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 1996-2010 w podziale na dwa podokresy: 1996-2005 (przed wejściem polski do UE) i 2005-2010 (po wejściu Polski do UE). Wyniki badań uzyskane przez Autora upoważniają do następujących konkluzji:

- podczas gdy rozkłady składowych ryzyka systematycznego nie uległy istotnej zmianie po wejściu Polski do Unii Europejskiej, to wartości poszczególnych premii zmieniły się;
- testy klasycznej postaci modelu FF wskazują na to, że zmiany dotyczące natury stóp zwrotu zachodzące na GPW w Warszawie są podobne do tych, które zaobserwowano na rynku amerykańskim;
- zaproponowany przez Habilitanta model zagregowany generował mniejsze błędy niż klasyczne wersje modeli Famy-Frencha oraz CAPM.

Nadmienić należy, że artykuł został opublikowany w bardzo prestiżowym czasopiśmie – *Economic Systems*, którego obecny 5-letni Impact Factor kształtuje się na poziomie 1,689, a IF za rok 2018 wyniósł 1,326. Niefortunnie dla dra Urbańskiego, ta praca została zamieszczona w numerze z 2012, tuż przed indeksowaniem *Economic Systems* w bazie JCR. Aczkolwiek, moim zdaniem, nie umniejsza osiągnięcia Kandydata.

Pozycja 3. W artykule *A New ICAPM Approach to Multifactor Stock Pricing using Bootstrap* bazując na bazie danych obejmującej lata 1996-2010 w podziale na dwa podokresy: 1996-2005 (przed wejściem polski do UE) i 2005-2010 (po wejściu Polski do UE), analizowano możliwość zastosowania bootstrapowej oceny wieloczynnikowej efektywności portfeli do testowania zaproponowanego przez Habilitanta modelu trójczynnika (pozycja 1). Wartości składowych ryzyka i premii za ryzyko szacowano za pomocą uogólnionej metody najmniejszych kwadratów oraz trzech metod bootstrap. Wyniki dla wszystkich przypadków były podobne. Bootstrapowy test Walda nie odrzuca hipotezy o wieloczynnikowej efektywności portfeli, tym samym badania wykazały, że zaproponowany w monografii pt. *Modelowanie równowagi na rynku kapitałowym – weryfikacja empiryczna na przykładzie akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie* model zagregowany poprawnie opisuje stopy zwrotu.

Pozycja 4. Celem artykułu pt. *The Impact of Penny Stocks on the Pricing of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange in Light of the CAPM* było zbadanie wpływu akcji groszowych na równowagę cenową akcji notowanych na GPW w Warszawie w świetle klasycznej postaci CAPM. W poszukiwaniu przyczyn niezgodnej wyceny akcji w świetle klasycznego CAPM przeprowadzono testy modelu CAPM po wyeliminowaniu z portfeli akcji groszowych. Badania przeprowadzono na spółkach notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 1996-2012. W pracy sformułowano trzy hipotezy. Brzmienie pierwszej i ostatniej budzi wątpliwości. W przypadku hipotezy: *Penny stocks are speculative, characterized by weak financial indicators*, pojawia się pytanie co Habilitant rozumiał przez słowo „weak”. Z kolei w przypadku trzeciej: *Improper procedures of portfolio forming lead to incompatible stock pricing*, należałoby zamiast słowa „improper” wskazać konkretne procedury klasycznego CAPM. W tym przypadku pojawia się również pytanie o kryterium oceny „poprawności wyceny”. Wyniki badań są ciekawe i można je streścić w następujący sposób:

- akcje groszowe nie są tożsame z akcjami spekulacyjnymi (hipoteza 1);
- akcje groszowe nie wpływają na niezgodną wycenę w świetle CAPM (hipoteza 2), choć wyłączenie z analizy akcji spekulacyjnych powoduje, że klasyczny CAPM generuje portfele efektywne;
- niepoprawna wycena premii za ryzyko jest spowodowana zastosowaniem niewłaściwych procedur (opartych o klasyczny CAPM) formowania portfeli (hipoteza 3).

Wszystko to są niewątpliwie ciekawe wnioski. Stanowiące niezaprzeczalnie istotny wkład do nauki. Niestety, ponownie, wnioski końcowe zostały tak przedstawione, że trudno je powiązać z hipotezami sformułowanymi we wstępie.

Pozycja 5. Praca pt. *The Impact of Speculation on the Pricing of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange in Light of the ICAPM* stanowi kontynuację analiz prowadzonych w poprzednim artykule. Tym razem celem było zbadanie przyczyn niezgodnej wyceny akcji w świetle Intertemporal Capital Asset Pricing Model. Analizę przeprowadzono na spółkach notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 1995-2012. We wnioskach przyjęto wszystkie ze sformułowanych we wstępie hipotez, tym samym potwierdzając przewagę zaproponowanego przez Habilitanta w pracy z 2011 modelu zagregowanego (MFF) nad klasycznym modelem FF. Model MFF, w przeciwieństwie do klasycznej wersji modelu FF, wyjaśnił anomalie cenowe spowodowane wpływem akcji spekulacyjnych na opis stóp zwrotu.

Pozycja 6. W artykule zatytułowanym *Multifactor-efficiency of the Fama-French Portfolios Formed on the Warsaw Stock Exchange; Bootstrap Method Application* przedstawiono wyniki analiz stanowiących kontynuację prac przedstiwionych w pracy *A New ICAPM Approach to Multifactor Stock Pricing using Bootstrap*. W tym przypadku analizowano możliwość zastosowania bootstrapowej oceny wieloczynnikowej efektywności portfeli do testowania modelu FF. Badania przeprowadzono na podstawie szeregów czasowych notowań akcji dopuszczonych do obrotu na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 1995-2010 w podziale na dwa podokresy: 1995-2005 (przed wejściem Polski do UE) i 2005-2010 (po wejściu

Polski do UE). We wnioskach przyjęto wszystkie ze sformułowanych we wstępie trzech hipotez, tym samym potwierdzając przewagę metod bootstrap nad uogólnioną metodą najmniejszych kwadratów.

Pozycja 7. W pracy *The Influence of Penny Stocks on the Pricing of Companies Quoted on the Warsaw Stock Exchange in the Context of the ICAPM* przeanalizowano wpływ akcji groszowych na równowagę cenową akcji notowanych na GPW w Warszawie w świetle klasycznego modelu Fama-Frencha i zaproponowanego w monografii modelu trójczynnika. Analizę przeprowadzono na podstawie szeregów czasowych notowań akcji dopuszczonych do obrotu na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 1995-2012. We wnioskach przyjęto obydwie ze sformułowanych we wstępie hipotez, tym samym dowodząc, że eliminacja akcji groszowych umożliwia poprawną wycenę akcji w świetle ICAPM. Nowatorstwo tego artykułu polega na tym, że zaproponowano model teoretyczny objaśniający anomalie cenowe spowodowane akcjami groszowymi. Jednocześnie moim zdaniem wyniki tych badań powinny być opublikowane wraz z wynikami zaprezentowanymi w artykule pt. *The Impact of Speculation on the Pricing of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange in Light of the ICAPM*. Rozwinęłyby i pogłębiłyby analizy prowadzone w odniesieniu do akcji spekulacyjnych.

Pozycja 8. Artykuł zatytułowany *Long-Run Performance Persistence of Investment Funds in Poland* poświęcono długoterminowej powtarzalności wyników polskich funduszy pieniężnych, akcyjnych i obligacyjnych. Analizę przeprowadzono na podstawie próby, w skład której weszło 161 funduszy działających na rynku polskim w okresie od 2000 do 2012 roku. Wnioski z pracy są ciekawe i można je streścić w następujący sposób:

- ryzyko inwestowania w fundusze bezpieczne w porównaniu z funduszami hybrydowymi i funduszami akcji jest znacząco niższe, podczas gdy średnie stopy zwrotu są zbliżone;
- w przypadku funduszy akcyjnych klasyczny model FF znacznie lepiej niż klasyczna wersja CAPM opisuje stopy zwrotu;
- w przypadku funduszy hybrydowych zarówno wersja klasyczna CAPM jak i FF stosunkowo dobrze opisują stopy zwrotu;
- w przypadku funduszy bezpiecznych zawiodła zarówno wersja klasyczna CAPM jak i FF;
- w przeciwieństwie do funduszy akcyjnych i hybrydowych potwierdzono powtarzalność wyników funduszy bezpiecznych.

Pozycja 9. W pracy pt. *Short, medium- and long-run performance persistence of investment funds in Poland* Habilitant kontynuuje badania nad powtarzalnością stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych w krótkim, średnim i długim horyzoncie czasu. Jednocześnie poddaje ocenie metody zarządzania badanymi funduszami. Ponownie analizę przeprowadzono na podstawie próby, w skład której weszło 161 funduszy działających na rynku polskim w okresie od 2000 do 2012 roku. Do oceny powtarzalności średnich stóp zwrotu zastosowano klasyczne wersje CAPM i FF i zaproponowany przez Habilitanta w monografii model zagregowany. Wyniki badań uzyskane przez Autora upoważniają do następujących konkluzji:

- w przypadku funduszy akcyjnych stopy zwrotu są powtarzalne, a metody zarządzania stabilne w okresach rocznych i trzyletnich;
- w przypadku funduszy hybrydowych stopy zwrotu są powtarzalne, a metody zarządzania stabilne w okresach rocznych i czteroletnich;
- w przypadku funduszy bezpiecznych żaden model nie opisuje stóp zwrotu w satysfakcjonujący sposób z wyjątkiem okresów 5-letnich.

Pozycja 10. Pracę pt. *Comparison of modified and classic Fama-French model for the Polish market* poświęcono porównaniu możliwości zastosowania klasycznego modelu Fama-Frencha i zaproponowanego w monografii przez Habilitanta modelu zagregowanego. Lektura tej pracy jest bardzo utrudniona. Choć przytoczone w Autoreferacie, w tekście artykułu nie

pojawiają się hipotezy badawcze. Kolejny raz zabrakło jasnego podsumowania wyników badań oraz ich implikacji dla praktyki. Znowu pojawia się pytanie: Jakie znaczenie mają wyniki tych badań dla inwestorów, zarządzających portfelami, analityków? Wnioski końcowe zostały tak sformułowane i rozproszone, że trudno je powiązać z tezami postawionymi we wstępie.

Pozycja 11. Artykuł zatytułowany *CAPM applications for appropriate stock pricing – impact of speculation companies* stanowi rozszerzenie analiz przeprowadzonych w pozycji 4, 5 i 7. Celem pracy było poszukiwanie przyczyn niezgodnej wyceny akcji w świetle klasycznej wersji CAPM. Badania przeprowadzono na spółkach notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 1995-2012. We wnioskach przyjęto wszystkie ze sformułowanych we wstępie hipotez, tym samym dowodząc, że akcje spekulacyjne, obok niewłaściwych sposobów budowy portfeli, są przyczyną niezgodnej wyceny w świetle CAPM. I tym razem wątpliwości budzi sposób sformułowania Hipotezy 2, który wywołuje pytanie o kryterium oceny „poprawności”.

Cykl publikacji oceniam **pozytywnie**. Uważam, że stanowi on wkład Habilitanta do dyscypliny *finanse*. Moja ocena wynika z następujących przesłanek:

1. Pozytywnie oceniam pomysł przedstawienia do oceny cyklu tematycznie ze sobą powiązanych publikacji. Spoiwem, które łączy owe publikacje jest analiza możliwości wykorzystania Międzyokresowego Modelu Wyceny Aktywów Kapitałowych (Intertemporal Capital Asset Pricing Model) do opisu stóp zwrotu z akcji. Główne pytanie, które zadaje sobie Autor w tym cyklu (jak się domyślam, – niestety w Autoreferacie nie wyartykułowano tego celu w sposób bezpośredni), to pytanie o możliwość generowania za pomocą ICAPM portfeli wieloczynnikowo-efektywnych na GPW w Warszawie. Nadto Autor postawił sobie ambitny cel wytlumaczenia istnienia wybranych anomalii cenowych na GPW. Za główne osiągnięcia naukowe dra Stanisława Urbańskiego należy uznać opracowanie nowatorskiego modelu budowy portfela akcji generującego użyteczne informacje dla inwestorów instytucjonalnych oraz zaproponowanie zagregowanego, dwu- i trójczynnikowego modelu równowagi cenowej na rynku akcji. Wyniki badań mogą zostać wykorzystane w praktyce do:
 - budowania efektywnych portfeli inwestycyjnych, innymi słowy do podejmowania decyzji inwestycyjnych przez dużych inwestorów instytucjonalnych,
 - oceny powtarzalności wyników funduszy inwestycyjnych oraz oceny strategii zarządzania aktywami funduszy,
 - do szacowania kosztu kapitału własnego, którego znajomość jest niezbędna w przypadku oceny efektywności projektów inwestycyjnych spółek; poziom oszacowanego kosztu kapitału własnego odgrywa niebagatelną rolę w określaniu wartości przedsiębiorstw, a błędy popełnione w tym zakresie mogą prowadzić do nieuzasadnionego ekonomicznie transferu bogactwa.
2. Pozytywnie oceniam artykuły ze względu na zastosowaną metodologię, w szczególności ze względu na wykorzystane instrumentarium ekonometryczno-statystyczne. Metody wykorzystane przez Autora świadczą o jego dobrym przygotowaniu metodycznym, umożliwiającym mu prowadzenie badań na światowym poziomie.
3. Wszystkie proponowane do oceny artykuły napisane zostały w j. angielskim, co stwarza szansę na upowszechnienie wyników w skali międzynarodowej.
4. Publikacje wskazane przez Autora jako stanowiące osiągnięcia naukowe uzyskały łącznie 128 punktów wg skali MNISW, ponadto część z czasopism, w których artykuły zostały opublikowane posiada Impact Factor.

Pozytywna ocena nie zwalnia mnie jednak z obowiązku sformułowania pytań i krytycznych wątpliwości:

1. Szeregi czasowe wykorzystywane w badaniach zawierają dane z okresu kryzysu finansowego. Wydaje się, że kryzys finansowy mógł mieć wpływ na wyniki badań, jednak Autor tego wpływu w swoich badaniach nie uwzględnił.

2. Zarówno w monografii, jak i w wielu artykułach wchodzących w skład cyklu Habilitant w sposób mało precyzyjny formułuje cele. Często mają one bardzo szczegółowy wymiar, a Autor unika uogólnień, które umożliwiłyby mu wskazywanie szerszej perspektywy prowadzonych przez niego badań.
3. W wielu przypadkach hipotezy zostały błędnie sformułowane. Co więcej, Habilitant bardzo często nie odnosi się do nich w sposób bezpośredni w podsumowaniach swoich prac naukowych. Szczególnie w monografii wnioski końcowe są tak sformułowane, że trudno je powiązać z tezami postawionymi we wstępie.
4. W wielu przypadkach Habilitant nie wskazuje implikacji badań dla praktyki. Pojawia się tutaj wątpliwość: Jakie znaczenie mają wyniki tych badań dla inwestorów, zarządzających portfelami, analityków?
5. W żadnej z publikacji nie wskazano ograniczeń prowadzonych analiz oraz nie przeprowadzono testów odporności otrzymanych wyników.
6. Z badań przeprowadzonych na tak wysokim poziomie i przy wykorzystaniu tak wyrafinowanych technik ekonometrycznych wysnuto bardzo niewiele wniosków, a te, które sformułowano, w większości przypadków mają bardzo lapidarny charakter.
7. Niejednokrotnie Habilitant nie konfrontuje wyników swoich badań z wynikami innych badaczy. Szczególnie brakuje szerszego odniesienia wyników do badań przeprowadzonych na innych rynkach wschodzących.

3.2. Ocena pozostałego publikacyjnego dorobku naukowego w obszarze osiągnięcia naukowego

Całkowity wykaz dorobku publikacyjnego dra Stanisława Urbańskiego powstałego po uzyskaniu stopnia doktora w 1987 roku, oprócz 11 publikacji wskazanych jako osiągnięcie naukowe w rozumieniu Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz.U. z 2017r., poz.1789), obejmuje 36 publikacji. Na ten dorobek składają się:

- autorstwo 2 artykułów w j. angielskim opublikowanych w czasopiśmie indeksowanym w 2011 w bazie Journal Citation Reports (JCR);
- autorstwo albo współautorstwo 3 artykułów w j. angielskim, opublikowanych w czasopismach i pracach zbiorowych nieznajdujących się w bazie JCR;
- autorstwo albo współautorstwo 31 artykułów w j. polskim, opublikowanych w czasopismach i pracach zbiorowych.

Wszystkie, z wyjątkiem jednej (*Analiza wpływu wartości podatku dochodowego na efektywny koszt finansowania inwestycji kredytem bankowym i leasingiem operacyjnym*), dotyczą różnego rodzaju zagadnień z zakresu zastosowania ICAPM, opisu anomalii cenowych, oceny powtarzalności wyników funduszy oraz modelowania ryzyka i premii za ryzyko.

Pozostały dorobek publikacyjny dra Stanisława oceniam **nisko** ze względu na fakt iż, wiele z prac zaliczanych do pozostałego dorobku publikacyjnego dotyczy zagadnień szeroko już opisanych w literaturze przedmiotu. Tym samym trudno je uznać za oryginalne. Niestety w niewielu z nich sformułowano ciekawe poznawczo wnioski. Kolejnym mankamentem jest to, że większość tych artykułów opublikowano w języku polskim i wydawnictwach o zasięgu lokalnym.

3.3. Ocena pozostałego dorobku naukowego (kierowanie projektami badawczymi oraz udział w takich projektach, nagrody za działalność naukową, referaty na konferencjach, cytowania, recenzje)

- Po uzyskaniu stopnia doktora Habilitant kierował następującymi projektami badawczymi:
- 2016-2017: Modelowanie nowych aplikacji ICAPM do szacowania kosztu kapitału spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – wpływ akcji groszowych i spekulacyjnych, Program OPUS, Narodowe Centrum Nauki (nr umowy 2015/19/B/HS4/01294);

- 2002-2004: Procedury optymalizacyjne inwestycji kapitałowych, Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego (praca nr 10/10.20057).

Poza tym, dr Stanisław Urbański był wykonawcą w pięciu badaniach własnych Katedry Finansów Wydziału Zarządzania Akademii Górniczo-Hutniczej w Krakowie:

- 2008-2010: Ekonomiczne, finansowe i środowiskowe aspekty transformacji gospodarki w Polsce,
- 2005-2007: Tworzenie procedur i kontrola w zarządzaniu finansami w przedsiębiorstwie,
- 2001-2003: Modelowanie budżetów działalności przedsiębiorstw gospodarczych,
- 1999-2001: Optymalizacja funkcjonowania wybranych obszarów działalności przedsiębiorstwa,
- 1997-1998: Podwyższenie efektywności działania przedsiębiorstw przemysłowych.

Habilitant jest laureatem trzech nagród Rektora Akademii Górniczo-Hutniczej za działalność naukową.

Po uzyskaniu stopnia doktora Habilitant wziął udział w trzydziestu konferencjach krajowych organizowanych przez Akademię Górniczo-Hutniczą; Uniwersytety Ekonomiczne w Poznaniu, Wrocławiu i Katowicach; Uniwersytety: Łódzki, Szczeciński, Gdański; Politechnikę Krakowską oraz Szkołę Główną Handlową w Warszawie. Uczestnictwo Habilitanta w każdej z tych konferencji łączyło się z wygłoszeniem przez niego referatu. Szkoda jednak, że nie wystąpił na żadnej znaczącej międzynarodowej konferencji, organizowanej chociażby przez European Finance Association, American Finance Association czy też European Financial Management Association, tym samym znacząco zmniejszając swoje szanse na rozpropagowanie wyników w skali międzynarodowej i nawiązanie współpracy z zagranicznymi ośrodkami naukowymi. W zakresie współpracy międzynarodowej wskazać należy dwa staże naukowe – półtoraroczny i dwumiesięczny, które odbył w Royal Institute of Technology w Sztokholmie.

Wskaźniki bibliometryczne i cytowania po uzyskaniu stopnia doktora przedstawiają się następująco:

- Liczba punktów MNiSW za prace opublikowane po uzyskaniu stopnia doktora: Habilitant podaje w Autoreferacie jedynie informację dotyczącą liczby punktów MNiSW za publikacje stanowiące osiągnięcie naukowe; uzyskały one łącznie 128 punktów wg skali MNiSW
- Sumaryczny Impact Factor publikacji naukowych według listy JCR:
 - ✓ Sumaryczny IF wg roku publikacji – 1,16
 - ✓ Sumaryczny IF wg IF(2018) – 2,152
- Liczba cytowań (stan na dzień 04.01.2019):
 - ✓ Wg bazy Scopus – 45
 - ✓ Wg bazy Web of Science – 35
- Indeks Hirscha (stan na dzień 04.01.2019):
 - ✓ Wg bazy Scopus – 4
 - ✓ Wg bazy Web of Science – 3

Z punktu widzenia bibliometrycznej wartości dorobku Habilitanta po uzyskaniu stopnia naukowego doktora trudno ocenić go jako wybitny, aczkolwiek **wystarczający** w kontekście wniosku awansowego. Jednocześnie ocena z punktu widzenia cytowności jest **niska**, szczególnie biorąc pod uwagę długość analizowanego okresu.

4. Ocena dorobku dydaktycznego i popularyzacyjno-organizacyjnego

4.1. Ocena dorobku dydaktycznego

Dr Stanisław Urbański prowadzi wykłady i ćwiczenia na studiach I i II stopnia. W Autoreferacie Kandydat nie podaje informacji na temat przedmiotów, z jakich prowadzone są wyżej wymienione zajęcia. Od 1999 jest opiekunem Koła Naukowego „MAKLER” działającego przy Wydziale Zarządzania AGH. W latach 2003-2010 jako opiekun i moderator współredagował Międzyuczelniane Forum Naukowe „MUFLON”.

Dorobek dydaktyczny Habilitanta oceniam jako **wystarczający** w kontekście wniosku awansowego.

4.2. Ocena dorobku popularyzacyjno-organizacyjnego

Habilitant nie jest członkiem komitetu redakcyjnego żadnego czasopisma naukowego (a przynajmniej nie wspomina o tym). Nie jest również członkiem żadnego krajowego towarzystwa naukowego.

Warte podkreślenia natomiast jest to, że w okresie od 2011 do 2018 roku dr Stanisław Urbański sporządził szesnaście recenzji: pięć w języku angielskim do czasopism indeksowanych w bazie JCR oraz jedenaście na rzecz Studiów Biura Analiz Sejmowych. Habilitant uzyskał licencję maklera papierów wartościowych.

Dorobek popularyzacyjno-organizacyjny Habilitanta oceniam jako **wystarczający** w kontekście wniosku awansowego.

5. Podsumowanie – ocena końcowa.

Zapoznawszy się z dostarczonymi dokumentami i mając na uwadze kryteria oceny osiągnięć osoby ubiegającej się o nadanie stopnia doktora habilitowanego (Rozporządzenie Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z 1.09.2011; Dz. U. 196 poz. 1165), stwierdzam, że dorobek naukowy, dydaktyczny i organizacyjny daje podstawy dr. Stanisławowi Urbańskiemu do wystąpienia z wnioskiem o nadanie mu stopnia doktora habilitowanego w dyscyplinie *finanse*.

Moja opinia odnośnie do dorobku naukowego oparta została na następujących przesłankach:

- Jako istotny wkład w rozwój dyscypliny *finanse* można uznać: wyniki badań nad modelami równowagi na rynku akcji, zaproponowanie wieloczynnikowego modelu szacowania równowagi cenowej na rynku akcji oraz przeprowadzenie badań nad klasycznymi wersjami modeli Fama-French i CAPM;
- Habilitant umiejętnie stosuje zaawansowane narzędzia ekonometryczne do opisu i rozwiązywania problemów z zakresu finansów.

Konkluzja

Po zapoznaniu się z dorobkiem naukowym, dydaktycznym i organizacyjnym dr. Stanisława Urbańskiego, stwierdzam, że spełnione zostały wymogi Ustawy z dnia 14 marca 2003 roku (Dz.U. z 2017r., poz. 1789) o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki, **wnoszę o dopuszczenie wniosku dr. Stanisława Urbańskiego do dalszego procedowania w postępowaniu habilitacyjnym w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie *finanse*.**

Katarzyna Zyrka-Kite