

20 listopada 2019 r.

Prof. dr hab. Mirosław Szreder  
Katedra Statystyki  
Uniwersytetu Gdańskiego  
ul. Armii Krajowej 101  
81-824 Sopot

**Recenzja dorobku naukowego w postępowaniu habilitacyjnym  
dr. Stanisława Urbańskiego w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie  
finanse**

### 1. Wstęp

W postępowaniu o nadanie stopnia naukowego doktora habilitowanego w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse ubiegający się o ten stopień dr Stanisław Urbański przedłożył jako swoje główne osiągnięcie naukowe – wynikające z art. 16 ust. 2 Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w dziedzinie sztuki – monotematyczny cykl publikacji, na który składają się: monografia Stanisława Urbańskiego pt. „Modelowanie równowagi na rynku kapitałowym – weryfikacja empiryczna na przykładzie akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie” (Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2011) oraz 10 artykułów opublikowanych w czasopismach naukowych w latach 2013 – 2017. Ponadto Habilitant załączył spis i kopie innych, uznanych za najważniejsze publikacji, a także oświadczenia o swoim wkładzie do publikacji zbiorowych.

Dr Stanisław Urbański ukończył studia w Akademii Górniczo-Hutniczej w Krakowie w 1981 r. na Wydziale Metalurgicznym. W roku 1987 uzyskał stopień naukowy doktora nauk technicznych, nadany mu przez Radę Wydziału Metalurgicznego Akademii Górniczo-Hutniczej w Krakowie na podstawie rozprawy doktorskiej pt. „Naprężenia i odkształcenia w procesie swobodnego ciągnięcia rur przez obrotowe ciągnadło”, której promotorem był prof. dr hab. inż. Lucjan Sadok. Ubiegający się o stopień doktora habilitowanego – dr Stanisław Urbański nie posiada stopni naukowych w dziedzinie nauk ekonomicznych lub nauk społecznych.

Od października 1997 r. do chwili obecnej dr Stanisław Urbański jest zatrudniony na stanowisku adiunkta na Wydziale Zarządzania Akademii Górniczo-Hutniczej w Krakowie.

Udokumentowana działalność badawcza Habilitanta w dziedzinie nauk ekonomicznych rozpoczęła się w roku 1996.

## 2. Ocena głównego osiągnięcia naukowego

Za swoje główne osiągnięcie naukowe dr Stanisław Urbański uznaje monotematyczny cykl publikacji pod nazwą: „Propozycja i zastosowanie nowatorskich aplikacji ICAPM do szacowania ryzyka, premii za ryzyko i kosztu kapitału portfela akcji”. Na cykl ten składają się:

- jedna monografia

Urbański S., *Modelowanie równowagi na rynku kapitałowym – weryfikacja empiryczna na przykładzie akcji notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2011;

- oraz 10 artykułów autorskich i współautorskich, opublikowanych w czasopiśmie o zasięgu międzynarodowym i krajowym (ich spis podany jest na s. 6-8 autoreferatu).

Wspólnym wątkiem badawczym wszystkich prac tworzących główne osiągnięcie naukowe Habilitanta jest wykorzystanie modelu wyceny ICAPM (*Intertemporal Capital Asset Pricing Model*), będącego rozwinięciem klasycznego modelu wyceny aktywów CAPM, do rozwiązania pewnych szczególnych problemów dotyczących ryzyka, wyceny i zarządzania portfelem akcji. Swoje autorskie koncepcje związane z tymi zastosowaniami wykorzystuje Habilitant m.in. do: szacowania wartości składowych ryzyka systematycznego i premii za ryzyko, podejmowania decyzji inwestycyjnych, modelowania anomalii cenowych będących konsekwencją wpływu akcji spekulacyjnych i groszowych, bootstrapowej oceny wieloczynnikowej efektywności, oraz do oceny powtarzalności wyników funduszy inwestycyjnych.

Tytuł osiągnięcia naukowego jest – moim zdaniem – niejasny i nieprecyzyjny. Przede wszystkim, nie wiadomo co należy rozumieć przez określenie „aplikacje ICAPM”. Habilitant słowem aplikacja posługuje się wielokrotnie (czasami przesadnie często, np. na s. 8 autoreferatu), nie precyzując jego znaczenia. Aplikacja, to zdaniem Autora coś innego niż zastosowanie. Czy coś więcej? Gdyby słowo aplikacja oznaczało zastosowanie, to tytuł osiągnięcia naukowego zawierałby tautologię: zastosowanie nowatorskich zastosowań. Moim zdaniem, poprawnie tytuł osiągnięcia powinien brzmieć: „Propozycje zastosowań modelu ICAPM do szacowania ryzyka, premii za ryzyko i kosztu kapitału portfela akcji”.

Uważam, że zarówno w w/w monografii, jak i w większości z 10 artykułów tworzących główne osiągnięcie naukowe, Habilitant zdołał zilustrować możliwe zastosowania modelu ICAPM do oceny sformułowanych wcześniej tez. Część z tych wyników należy uznać za wnoszące wkład do ogólnego stanu wiedzy z zakresu finansów, a zwłaszcza rynku kapitałowego. Nie jest to jednak – w moim przekonaniu – wkład istotny, przede wszystkim ze

względu na wykorzystaną metodykę badawczą i merytorycznie dość ubogie (wąskie) cele badawcze.

W odniesieniu do metodyki badawczej, moje główne zastrzeżenie dotyczy niemożności uzyskania uniwersalnych wniosków wzbogacających istotnie wiedzę z zakresu finansów, jeżeli próby badawcze w niemal wszystkich opracowaniach tworzących główne osiągnięcie reprezentują pewne wybrane w sposób celowy przedziały czasu, a na dodatek z jednej szczególnej giełdy (GPW w Warszawie). Symulacje wykonane na tych zbiorach danych nie tylko nie mają mocy rozstrzygającej, ale trudno je też uznać za upoważniające do uogólnień. Mogą one mieć pewną wartość dla inwestorów, zarządzających portfelami oraz analityków – o czym wprost pisze Habilitant na s. 13 autoreferatu – ale nie mają dużego znaczenia dla nauki. Nie jest więc dla mnie zaskoczeniem, że 8 lat po opublikowaniu monografii Habilitanta pt. „Modelowanie równowagi na rynku kapitałowym – weryfikacja empiryczna na przykładzie akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie”, nie została ona przywołana w żadnym innym opracowaniu naukowym, wyjąwszy autocytowania Autora (na podst. Google Scholar). Nawet wtedy, gdy Habilitant próbuje sam podkreślić swój wkład do nauki o finansach, jest to – moim zdaniem – mało przekonujące, np.: „Wyniki symulacji premii za ryzyko świadczą o zdecydowanej konkurencyjności proponowanego modelu zagregowanego w przypadku możliwości jego zastosowania na polskim rynku akcji. Potwierdza to wkład zastosowanych procedur wyceny w rozwój dyscypliny finanse” (s. 18 autoreferatu).

Inne moje zastrzeżenie, także dotyczące stosowanej przez dr. S. Urbańskiego metodyki badawczej, wiąże się z mało dojrzałym formułowaniem celów badawczych w poszczególnych opracowaniach składających się na główne osiągnięcie Habilitanta. Autor nie jest w stanie w wielu swoich pracach sformułować zasadniczego, mającego znaczny potencjał poznawczy celu. Cele te są rozproszone i często ograniczają się do wąskiego aspektu lub szczególnej specyfiki modelu, który jest podstawą prowadzonych analiz. W niektórych zaś opracowaniach cele te są w sposób oczywisty niepoprawnie sformułowane, np. „Celem pracy są testy badające przyczyny niezgodnej wyceny akcji w świetle klasycznego CAPM” (s. 20 autoreferatu). Podobnie, a więc także błędnie określono cele kilku innych opracowań: „Celem pracy są testy badające przyczyny niezgodnej wyceny akcji w świetle klasycznego ICAPM” (s. 22 referatu), „Celem pracy są testy badające przyczyny niezgodnej wyceny akcji w świetle wybranych aplikacji ICAPM” (s. 25 autoreferatu), „Celem pracy jest symulacja zmian ...” (s. 29 autoreferatu), „Celem pracy są dalsze testy badające przyczyny niezgodnej wyceny ...” (s. 32 autoreferatu). W oryginalnych wersjach niektórych anglojęzycznych publikacji występują braki

w określeniu celów badawczych, a w innych cele zostały zastąpione sformułowaniem przypuszczeń (ang. *conjectures*), czego nie można uznać za wystarczającą prezentację naukowego celu pracy (por. np. artykuł: „The influence of penny stocks on the pricing of companies quoted on the Warsaw Stock Exchange in the context of the ICAPM”).

Krytycznie oceniam sposób weryfikacji hipotez w monografii oraz kilku artykułach składających się na główne osiągnięcie naukowe. Autor posługuje się koncepcją p-value Fishera, ale procedury weryfikacji albo nie doprowadza do końca, np. informując jedynie o wartościach wskaźnika p-value (s. 139, 149 monografii), albo nieściśle i niejasno interpretuje sposób postępowania: „Efekty analizowanych inwestycji porównano na podstawie wartości p-values dotyczących testu dwóch średnich ...” (s. 140 monografii).

Publikacje dr. Stanisława Urbańskiego nie są często cytowane w innych opracowaniach naukowych. Wg bazy Scopus liczba cytowań wynosi 45, co oznacza średnio jedno cytowanie każdej publikacji (Habilitant wskazał łącznie 45 publikacji z zakresu nauk ekonomicznych, por. tabela 1 na s. 34 autoreferatu). Wskaźnik h wynosi 4 (wg bazy Scopus), a 3 wg bazy Web of Science. Są to niewysokie wartości tego wskaźnika dla osoby ubiegającej się o stopień doktora habilitowanego.

Podsumowując ocenę głównego osiągnięcia naukowego dr. Stanisława Urbańskiego stwierdzam, że nie wnosi ono istotnego wkładu w rozwój dyscypliny finanse. Zarówno monografia, wchodząca w skład tego osiągnięcia, jak i poszczególne artykuły, nie zawierają odpowiednio uzasadnionych konkluzji badawczych mających charakter nowej wiedzy. Oryginalność wyników badań jest ograniczona do specyfiki GPW w Warszawie i określonego, retrospektywnego przedziału czasowego, reprezentowanego przez próby badawcze. Cele badawcze są w większości płytkie, a metodyka badawcza nie jest wolna od błędów.

### **3. Ocena pozostałego dorobku naukowego**

Problematyka pozostałych publikacji Habilitanta – podobnie, jak głównego osiągnięcia naukowego – dotyczy różnych, szczegółowych zagadnień związanych z modelowaniem zjawisk na rynkach akcji. Prawie każda z nich zawiera pewne spostrzeżenia, które traktować można jako głos Habilitanta w dyskusji na aktualne w danym czasie problemy rynków finansowych. Nie są to jednak wyniki badawcze, które uznać by można za istotne lub znaczące w dorobku nauk o finansach. Jest tak dlatego, że niektóre z tych prac dotyczą kwestii raczej podstawowych w finansach, np. obecne w opracowaniach:

- Urbański S., *Możliwości zastosowania modelu Markowitza do optymalizacji portfela papierów wartościowych notowanych na GPW w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 389, 2004.
- Urbański S., *Fundamentalne determinanty modelowania inwestycji kapitałowych*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 1109, 2006.
- Inne prace stanowią z kolei pewne (dość słabe) potwierdzenie prawidłowości już znanych, por. np.:
- Urbański S., Rak K., *Reakcje stop zwrotu na publikowane wyniki fundamentalne spółek notowanych na GPW w Warszawie*”, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 586, 2010.

Większość z omawianych publikacji ogranicza się do analiz, dla których próbę badawczą stanowią wybrane szeregi czasowe z jednej tylko giełdy – GPW w Warszawie. Specyfika samej giełdy, jak i przedziałów czasu – z dzisiejszej perspektywy często odległych – nie daje możliwości uzyskania uniwersalnej, wartościowej wiedzy naukowej, którą można by uznać za istotny wkład w rozwój dyscypliny finanse. Konfrontowanie wyników badań uzyskanych przez dr Stanisława Urbańskiego z wynikami innych autorów jest ograniczone. Znaczna większość publikacji Habilitanta ukazał się w języku polskim, a dodatkowo najczęściej w zeszytach naukowych kilku uczelni, co ma znaczenie, jeśli chodzi o zasięg czytelnictwa tych opracowań.

Jeśli chodzi o stronę redakcyjną opracowań Habilitanta, to powtarzającym się błędem jest personifikacja prac i opracowań naukowych. Wielokrotnie Autor pisze, iż: „Praca niniejsza, wraz z pracą [Urbański 2017a] bada ...” (s. 18, 23, 26 autoreferatu), „praca autora kontynuuje badania ...” (s. 21), itp.

#### **4. Ocena osiągnięć dydaktycznych i innych**

Dr Stanisław Urbański posiada doświadczenie w kierowaniu krajowymi projektami badawczymi. W latach 2002-2004 kierował projektem MNiSW pt. „Procedury optymalizacyjne inwestycji kapitałowych”, a w latach 2016-2019 kierował projektem Narodowego Centrum Nauki pt. „Modelowanie nowych aplikacji ICAPM do szacowania kosztu kapitału spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie - wpływ akcji groszowych i spekulacyjnych”.

W rozwoju naukowym dr. S. Urbańskiego ważny etap stanowi 18-miesięczny staż zawodowy w Royal Institute of Technology w Sztokholmie w latach 1990-1991. Tematyka wykonywanych wówczas prac przez Habilitanta nie wiązała się jednak z dziedziną nauk

ekonomicznych, lecz dotyczyła oprogramowania komputerowego służącego do symulacji nowo wdrażanego procesu technologicznego.

Habilitant uczestniczył aktywnie w 30 konferencjach międzynarodowych i krajowych. Przeważająca większość z tych konferencji miała zasięg krajowy, odbywała się w języku polskim. Autor nie podaje żadnego swojego uczestnictwa z referatem w konferencji odbytej za granicą. Z punktu widzenia wymiany myśli naukowej, uznać to należy za istotną słabość w karierze naukowej Habilitanta.

W pracy dydaktycznej dr S. Urbański wyspecjalizował się w problematyce inwestycji finansowych i rynków kapitałowych. Na Wydziale Zarządzania Akademii Górniczo-Hutniczej prowadzi zajęcia m.in. z następujących przedmiotów: Rynek kapitałowy i pieniężny, Optymalizacja decyzji ekonomicznych, Finanse, Instrumenty pochodne, Inwestycje kapitałowe, Efektywność inwestycji finansowych, Nowatorskie strategie inwestycji. Habilitant posiada sukcesy w promowaniu dyplomantów. Jedna z prac magisterskich napisanych pod kierunkiem dr. Stanisława Urbańskiego zdobyła nagrodę w Ogólnopolskim Konkursie na Najlepszą Pracę Magisterską, organizowanym przez Fundację Edukacji Rynku Kapitałowego w 2005 roku. Wyniki kilku innych prac magisterskich zostały opublikowane w czasopiśmie i pracach zbiorowych o charakterze naukowym w Polsce.

## **5. Konkluzja**

Dr Stanisław Urbański jest doktorem nauk technicznych. Stopień naukowy doktora uzyskał w roku 1987. Od roku 1996 jego zainteresowania badawcze skoncentrowały się na problematyce finansowej, a ściślej na zagadnieniach związanych z rynkiem kapitałowym, w tym w szczególności z wyceną aktywów. Wąskie i rozproszone cele badawcze badań naukowych Habilitanta i ograniczona możliwość uogólnień uzyskanych z nich konkluzji sprawiają, że badania te w niewielkim stopniu wzbogacają wiedzę naukową z zakresy finansów. Stopień zainteresowania publikacjami Habilitanta i zasięg ich oddziaływania należy uznać za ograniczony. Odzwierciedleniem tego są niskie wskaźniki cytowalności prac Habilitanta, w szczególności monografii pt. „Modelowanie równowagi na rynku kapitałowym – weryfikacja empiryczna na przykładzie akcji notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie”. Dr Stanisław Urbański nie wniósł swoimi badaniami istotnego wkładu w rozwój dyscypliny naukowej finanse. Z tego powodu nie popieram wniosku o nadanie mu stopnia naukowego doktora habilitowanego.

Mirosław Szeredew