

## **RECENZJA**

**rozprawy doktorskiej mgr Emila Ochnio pt. *Uwarunkowania i pomiar efektywności funduszy inwestycyjnych w Polsce***

**napisanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Sylwestra Kozaka, prof. SGGW**

Podstawa wykonania recenzji: pismo prof. dr hab. Juliusza Engelhardt, Dziekana Wydziału Zarządzania i Ekonomiki Usług, Uniwersytetu Szczecińskiego w Szczecinie, z dnia 14 kwietnia 2017r.

### **1.) Określenie trafności wyboru i oryginalności problemu badawczego podjętego w rozprawie**

Dynamiczny rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, zwłaszcza w odniesieniu do liczby podmiotów prowadzących działalność, sprawia, że inwestorzy indywidualni chcący powierzyć swoje kapitały inwestorom instytucjonalnym mają coraz większe trudności z wyborem optymalnego funduszu tj. przynoszącego oczekiwaną stopę zwrotu dla założonego poziomu ekspozycji na ryzyko. Ponadto, zwrócić należy uwagę, że także fundusze inwestycyjne, jako inwestorzy instytucjonalni stanowią bardzo silną grupę inwestorów, która w istotny sposób wpływa na kształt i rozwój rynku kapitałowego w Polsce. Uwzględniając fakt, iż fundusze inwestycyjne najwyższe zyski przynoszą w długim okresie, oznacza to, że prawie zawsze powinny przynosić znaczne dochody, co ma ogromne znaczenie w związku ze starzeniem się społeczeństw oraz występowaniem luki emerytalnej. Mimo tych argumentów, fundusze inwestycyjne nie cieszą się specjalnym zainteresowaniem inwestorów indywidualnych, co zapewne wynika z faktu, iż polskie fundusze są najdroższe w Europie, co ogranicza ich zyskowność z punktu widzenia wspomnianego inwestora i tym samym sprawia, że są mało opłacalną formą inwestowania, a to powoduje, że popularność proponowanych produktów finansowych wśród krajowych inwestorów jest niewielka. Analogiczne opłaty w zamożnych krajach Europy Zachodniej oraz w Stanach Zjednoczonych są zdecydowanie niższe i w efekcie fundusze są tam popularnym sposobem oszczędzania środków na przyszłą emeryturę.

Wybór problemu badawczego ocenić należy, zatem jako trafny i znajdujący uzasadnienie zarówno w warstwie naukowej, jak i praktycznej. Temat rozprawy określa przedmiot pracy i obiekt badawczy, korespondując z treścią poszczególnych rozdziałów opracowania. Zakres przedmiotowy pracy stanowi badanie efektywności funduszy

inwestycyjnych, zakres podmiotowy to akcyjne fundusze inwestycyjne (29), a zakres przestrzenny obejmuje terytorium RP. Horyzont czasowy w warstwie empirycznej to lata 2005-2015 obejmujący okresy wzrostów i spadków na polskim rynku kapitałowym, zaś w warstwie teoretycznej to przede wszystkim publikacje powstałe po roku 1990.

## 2.) Ocena poprawności i kompletności celów oraz hipotez badawczych

Tytuł rozprawy brzmi: „Uwarunkowania i Pomiar Efektywności Funduszy Inwestycyjnych w Polsce”. Autor we wstępie (s. 8) wskazuje, iż *warunkiem oceny efektywności jest oszacowanie wyników ... a także rozpoznanie czynników ...* O ile z drugą częścią stwierdzenia można się zgodzić, gdyż proces estymacji modelu umożliwia oszacowanie wpływu zmian czynników na zmiany wyników funduszy, to w jaki sposób można rozumieć szacowanie przeszłych, osiągniętych już przez fundusz wyników? Analizując dane historyczne znany jest wynik jaki fundusz osiągnął w danym okresie. I jaki ma to związek z efektywnością w tym kontekście? Zapewne ma to związek z wspomnianymi w rozprawie „wymiarami efektywności”, do których niestety nie nawiązano w części empirycznej a byłoby to bardzo interesujące i niewątpliwie nowe.

Kolejno we wstępie główny cel rozprawy został przez autora sformułowany następująco: „*sporządzenie oceny efektywności działalności inwestycyjnej funduszy akcyjnych w Polsce w latach 2005-2015 oraz zidentyfikowanie czynników ją kształtujących*” (s. 10). Jako „*cel finalny*” autor wskazuje: „*zidentyfikowanie czynników makro- i mikroekonomicznych istotnie wpływających na poziom efektywności funduszy*” (s. 11). Nie można się zgodzić ze stwierdzeniem Autora: że *problematyka identyfikacji czynników istotnie wpływających na efektywność funduszy inwestycyjnych nie jest częstym przedmiotem analiz ekonomicznych prowadzonych w Polsce* (s. 9). Jest bardzo bogata literatura w tym zakresie i sam Autor wskazuje na nią w rozprawie. Wskazane pomocnicze cele badawcze nie są w żaden sposób oryginalne i wnoszące nowe rozwiązania czy pomysły do istniejących aktualnie (s. 12). Pierwszy cel pomocniczy stanowi powtórzenie cel głównego rozprawy. Drugi cel: *przedstawienie metod oceny ryzyka portfela ... i ich efektywności ...* sugeruje, że chodzi o efektywność metod oceny ryzyka. Czy o to chodziło Autorowi rozprawy? I ostatni cel pomocniczy *analiza czynników makro- i mikroekonomicznych ...* Rozumiem, że miało być identyfikacja? Z dużego zbioru czynników zostanie za pomocą odpowiednich metod wyodrębniony zbiór czynników istotnych w badanym okresie?

Jako hipotezę główną rozprawy Autor wskazuje: *Efektywność akcyjnych funduszy inwestycyjnych zmienia się zgodnie z kierunkami zmian sytuacji ekonomicznej*. Tak sformułowana hipoteza jest dość trywialna, bo aktualna sytuacja ekonomiczna jest podstawowym czynnikiem wpływającym na wyniki funduszy i niespecjalnie jest tu co weryfikować. Kolejno, pierwsza hipoteza szczegółowa ma dokładnie takie samo znaczenie jak hipoteza główna rozprawy, zaś druga hipoteza szczegółowa wskazuje tylko jeden z elementów opisujących sytuację gospodarczą kraju (pytanie dlaczego tylko wielkość tempa wzrostu płac a nie takie zmienne jak wzrost oszczędności lub inwestycji zgodnie z najprostszymi modelami ruchu okrężnego w modelu gospodarki narodowej). Taki wybór zmiennej sugeruje, że głównymi nabywcami jednostek uczestnictwa są inwestorzy

indywidualni, a przecież tak nie jest. Dopiero trzecia hipoteza szczegółowa poszerza zakres prowadzonych badań acz zastanawiające jest stwierdzenie: ... *efektywność poprawia się wraz ze wzrostem cen tytułów uczestnictwa i spadkiem wartości aktywów funduszu* (s. 11). Jak to należy rozumieć?

Trudno dopatrzeć się w proponowanej rozprawie wskazania, co nowego wnosi do istniejącego już dorobku teoretycznego i/lub empirycznego z zakresu nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse. Może warto byłoby w trakcie obrony jeszcze raz sformułować cele i hipotezy tak, aby wskazać cel główny i cele szczegółowe o charakterze systematyzującym, poznawczo-wyjaśniającym i projektowym (rekomendacje dla zarządzających funduszami czy też inwestorów dokonujących wyboru funduszu). Także hipotezy będące przedmiotem weryfikacji powinny być wzajemnie rozłączne i niepowtarzające hipotezy głównej.

### **3.) Ocena poprawności struktury rozprawy (kolejność rozdziałów, proporcje między poszczególnymi rozdziałami, kompletność tez, obecność założeń metodologicznych pracy w tym metod, technik i narzędzi badawczych itp.)**

Treść recenzowanej rozprawy zawarta na 234 stronach składa się ze streszczenia (w języku polskim i angielskim), wstępu, pięciu rozdziałów, podsumowania, załączników, wykazu rysunków, wykazu tablic, i literatury. Dużą niedogodnością było to, że praca od razu przy pierwszym otwarciu wypadła z okładek i przestała stanowić zwartą całość (234 luźne kartki). W liczącym 12 stron maszynopisu wstępie omówiono: uzasadnienie wyboru tematu rozprawy, opis rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce, cele rozprawy, zastosowaną metodykę badań i zakres tematyczny pracy. Są to elementy zwykle ujmowane w tej części pracy. Zbędne wydają się być we wstępie strony od 17 do 19, na których Autor prezentuje materiał badawczy oraz wybrane modele ekonometryczne, których potem w badaniu empirycznym nie wykorzystuje i stanowią one po prostu fragment podręcznika do ekonometrii. Inna sprawa, że akurat w przypadku proponowanego podejścia do modelowania zjawisk w warunkach zmieniającej się koniunktury, idealne byłoby zastosowanie funkcji sklepanej właśnie z wskazanych różnych postaci funkcyjnych, ale tego podejścia Autor w pracy nie zastosował. A szkoda, bo to właśnie byłoby nowością i oryginalnym podejściem właśnie na polskim rynku kapitałowym. Także niewłaściwie i zbędne wydaje się być umieszczenie we wstępie założeń odnośnie jednej z metod estymacji modelu, jaką jest metoda najmniejszych kwadratów.

W pierwszym rozdziale zatytułowanym *Podstawy teoretyczne funkcjonowania funduszy inwestycyjnych*, na jedynie 9 stronach tekstu opisano funkcje funduszy inwestycyjnych w gospodarce, znaczenie funduszy inwestycyjnych w systemie finansowym, fazy rozwoju funduszy inwestycyjnych na świecie i w Polsce. Porównanie tytułu rozdziału z jego zawartością tematyczną wskazuje, że został on sformułowany niewłaściwie. Tytuł rozdziału powinien nawiązywać do zawartości rozdziału, która w żaden sposób nie nawiązuje do podstaw teoretycznych. Fundusz inwestycyjny w warstwie teoretycznej jest portfelem, który tworzą różne papiery wartościowe i zgodnie z tytułem powinna się tu znaleźć teoria poświęcona właśnie analizie portfela inwestycyjnego. Elementy, które powinny się pojawić, to: pojęcie inwestycji, portfela inwestycyjnego inwestora instytucjonalnego, delegowalność

decyzji inwestycyjnych, dywersyfikacja, horyzont inwestycyjny, twierdzenie o rozdzielaniu (*Fisher Separation Theorem*) oraz fundamentalne twierdzenie o funduszach (*Mutual Fund Theorem*) w odniesieniu do zarządzania portfelem inwestycyjnym. W trakcie rozprawy, oczekuję, że Autor uwzględni te elementy w prezentacji nawiązując do otrzymanych wyników badań.

Drugi rozdział rozprawy, liczący aż 85 stron (co stanowi 50% objętości wszystkich rozdziałów rozprawy), nosi tytuł *Funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w Polsce*. Należy stwierdzić, że zakres tematyczny rozdziału jest zgodny z jego tytułem, acz warto byłoby użyć określenia *Uwarunkowania* (ono właśnie występuje w tytule rozprawy) zamiast *Funkcjonowanie*. Warto byłoby uzasadnić, dlaczego autor rozprawy aż tak dużo miejsca poświęcił na treść zawartą w ustawie i innych źródłach, bez krytycznego ustosunkowania się do niej, bądź po prostu zamieszczenia tej treści w przypisach. Kolejne podrozdziały prezentują wartości poziomów wybranych zmiennych ekonomicznych i finansowych w różnych ujęciach: UE (2.3.1), świata (2.4) i oczywiście Polski i znowu pytanie: jak to nawiązuje do tytułu rozdziału? Autor nie podjął próby analizy potencjalnych powiązań i pokazania zmian wybranych zmiennych (zamiast poziomów) i kolejno powiązania ich ze zmianami na rynkach funduszy. Każdy podrozdział stanowi odrębny fragment, który w żaden sposób nie nawiązuje do pozostałych. W rozdziale konieczne jest podsumowanie, w którym Autor przedstawi zestawienie wszystkich czynników, które prezentuje w tym rozdziale, a które powinny stanowić punkt wyjścia do analiz w rozdziałach empirycznych. Które z tych czynników są ilościowe a które jakościowe (to determinuje sposób ich „zakodowania”). Także z tego rozdziału (2.5) powinno wynikać i być wyraźnie podkreślone, które daty w okresie 2005-2015 stanowią momenty przełomowe i wyznaczają zmiany koniunktury.

W trzecim rozdziale rozprawy zatytułowanym *Metodyka oceny efektywności funduszy inwestycyjnych*, na 50 stronach tekstu podjęto próbę wprowadzenia do rozprawy zagadnienia efektywności funduszy inwestycyjnych. Kwestia oceny efektywności jest kluczowym zagadnieniem w rozprawie i niestety Autor nie poradził sobie z tym najlepiej. Rozdział powinien rozpoczynać się od wskazania jak w kontekście rozprawy rozumiane jest pojęcie efektywności i dlaczego (jest to niezwykle obszerny temat w literaturze). Tymczasem w rozprawie ta kwestia w żaden sposób nie jest poruszona, Autor od razu przechodzi do „idea efektywności funduszy inwestycyjnych” (s. 132) i tu pojawia się pytanie, co to jest „idea efektywności”? Klasyczną już i uznaną jest hipoteza rynku efektywnego, o której Autor nigdzie w pracy nie wspominał! Jak mają się wywody na stronie 133 odnośnie wymiarów efektywności oraz zestawienia pojęć efektywności i dochodowości do „idei efektywności funduszy”? Informacje na stronie 134 odnośnie stóp zwrotu powinny się znaleźć w pierwszym rozdziale (fundusz jako portfel inwestycyjny), a także podrozdział 3.3, w którym po pierwsze jest zbyt mało przypisów a po drugie brakuje krytycznego ustosunkowania się Autora do określenia użyteczności tych miar względem pomiaru ryzyka w funduszach. Nie można się zgodzić z klasyfikacją miar efektywności (s. 151). Miary te dzielą się na wyznaczone na podstawie: wskaźników (względne i bezwzględne) oraz modeli wyceny (na przykład CAPM, TM czy APT). Co oznacza określenie „Nieklasyczne miary efektywności”? I znowu Autor wypisał miary, bez żadnej krytycznej refleksji odnośnie

uzasadnienia, kiedy można je stosować. Ba nie zajął do materiałów źródłowych takiego choćby wskaźnika Sharpe'a, o którym wiadomo, że można go stosować w oryginalnej postaci tylko wówczas, gdy stopy zwrotu mają rozkład normalny a premia za ryzyko jest dodatnia [Israelsen C., 2005, *A refinement to the Sharpe ratio and information ratio*, Journal of Asset Management, 5(6); Scholz H., 2007, *Refinements to the Sharpe ratio: Comparing alternatives for bear markets*, Journal of Asset Management, 7(5)]. Niewątpliwie interesujący jest fragment 3.1, w którym Autor zawarł przegląd literatury, acz szkoda, że nie odniósł się do tych wyników w części empirycznej. Myślę, że koniecznie należy w trakcie obrony przedstawić i porównać otrzymane wyniki badań własnych z tym opisanym w podrozdziale 3.1.

Czwarty rozdział rozprawy zatytułowanym *Pomiar efektywności funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 2005-2015*, na 20 stronach tekstu (w tym osiem to same tabele) przedstawiono wyniki pierwszej części badania empirycznego. Autor wskazał, że jest to próba 29 podmiotów i głównym kryterium doboru próby był okres funkcjonowania. Dlaczego tylko fundusze akcyjne i to w sytuacji analizy koniunktury na rynku? Czy można porównać fundusze inwestujące na różnych rynkach (krajowe i zagraniczne)? Kolejno brak uzasadnienia merytorycznego odnośnie wskaźników. Dlaczego wskaźnik Treynora, który wymaga wcześniej oszacowanego modelu CAPM (spełniającego założenia odnośnie modelu i metody)? Nie jest odpowiednim liczenie miary ryzyka systematycznego jako ilorazu dwóch wielkości. Wskaźnik Sortino jako punkt odniesienia przyjmuje oczekiwaną stopę zwrotu i tu należałoby przyjąć wartość wskazaną w statucie funduszu (założoną bądź benchmark). Natomiast wskaźnik Omega jest wskaźnikiem dedykowanym funduszom typu hedge i w swej istocie dedykowany jest portfelom inwestycji, dla których rozkład stóp zwrotu jest skrajnie asymetryczny lub bi-modalny. Tak więc, w trakcie obrony proszę o wyjaśnienie w jaki sposób można porównać rankingi funduszy wg wskaźnika Sharpe (rozkład stóp zwrotu musi mieć kształt rozkładu normalnego) z rankingiem wg wskaźnika Omega?

Ostatni, piąty rozdział rozprawy zatytułowany *Czynniki kształtujące efektywność funduszy inwestycyjnych w Polsce*, na jedynie 12 stronach tekstu przedstawia wyniki drugiej części badania empirycznego. Można uznać, że jest to podejście modelowe do pomiaru efektywności funduszy i tu Autor zaproponował podejście panelowe. Niestety nie wiadomo:

- 1.) Jaka jest postać tego modelu (liniowa czy też nieliniowa)?
- 2.) Jaką metodę estymacji zastosowano?
- 3.) Czy szeregi są stacjonarne?
- 4.) Dlaczego Autor zrezygnował z podziału na 3 podokresy?
- 5.) Czy spełnione są założenia odnośnie modelu i zastosowanej metody estymacji?
- 6.) Jaka jest interpretacja wszystkich elementów w tabeli 41 (s. 193)?
- 7.) Dlaczego zmienną objaśnianą w modelu 3 jest stopa zwrotu (RP) a zmienną objaśniającą wartość WIG? Czy nie zastanowiła Autora dziwna, co najmniej, wartość oszacowanego parametru?

Wyniki estymacji modeli zamieszczone w tabeli 41 wskazują, że parametry nie są statystycznie istotne (z wyjątkiem dwóch), a to oznacza, że Autor na podstawie wyników tego badania powinien stwierdzić, że wskazane zmienne nie są czynnikami mającymi wpływ na

efektywność funduszy. Wynika to zapewne z wielu błędów w konstrukcji modelu, ale jednocześnie w trakcie rozprawy warto byłoby wskazać, co należy w nich zmienić aby stały się poprawnym i użytecznym narzędziem.

Uzyskane wyniki badań Autor rozprawy zebrał w liczącym 6 stron *Podsumowaniu i wnioskach*. Pracę kończy bibliografia składająca się z 238 pozycji, spośród których, znaczną część opublikowano w języku angielskim. Wśród nich znalazło się: 47 pozycji zwartych, 15 aktów prawnych i 32 materiałów źródłowych pobranych ze stron internetowych.

#### **4.) Ocena stopnia zaawansowania zawartej w rozprawie wiedzy teoretycznej z zakresu ekonomii i nauk pokrewnych**

Ocena rozprawy z punktu widzenia stopnia zaawansowania wiedzy teoretycznej nie jest łatwa, gdyż tematyka rozprawy jest szeroka i wielowątkowa. Obejmuje ona dwa obszary teoretyczne w dziedzinie nauk o ekonomii – ekonomię i finanse. Próba ujęcia wątków z tak obszernych dyscyplin naukowych, przy zachowaniu rozsądnej objętości rozprawy postawiła przed autorem trudne zadanie wyboru tych zagadnień teoretycznych, które leżą na ich styku. Warstwa definicyjno-pojęciowa została opracowana na umiarkowanie dobrym poziomie szczegółowości, pozwalającym na jednoznaczne rozumienie analizowanych w rozprawie zagadnień.

Rozważania teoretyczne na temat oceny efektywności inwestycji w zasadzie nie zostały poprzedzone żadną teorią związaną z funkcjonowaniem rynków finansowych, jak choćby hipoteza rynku efektywnego czy teoria podejmowania decyzji w warunkach niepewności i ryzyka, czy teoria wyceny. Autor w rozdziale trzecim przedstawił zestaw wybranych wskaźników efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym. Zabrakło wskazania, jaką definicję pojęcia efektywności Autor przyjął w prezentowanej rozprawie, a jest to szeroko opisywane pojęcie w literaturze dziedziny nauk o ekonomii. W związku z powyższym, w mojej opinii, Autor nie poświęcił wystarczającej uwagi istotnym elementom teorii ekonomicznych, które uzasadniają i ukierunkowują podjęte badania empiryczne. To w konsekwencji zawiesza niejako w próżni wnioski sformułowane na podstawie wyników przeprowadzonych badań. Bardzo możliwe, że te braki wynikają z faktu, że Autor celowo ograniczył analizę teoretyczną do rozmiarów i wątków, które uznał za niezbędne do prowadzenia analizy empirycznej, co wynikało z konieczności zachowania odpowiedniej objętości rozprawy. Zakładam, że w trakcie publicznej obrony rozprawy autor ustosunkuje się do powyższych kwestii.

#### **5.) Ocena formalnej strony rozprawy**

Praca jest poprawna z formalnego punktu widzenia, napisana dość dobrym językiem, choć nieco słabiej napisane są rozdziały czwarty i piąty. Nie mam istotnych zastrzeżeń redakcyjnych do tekstu. Autor dowiódł umiejętności konstrukcji tekstu naukowego. Rozprawa posiada strukturę rozdziałów, która powinna być w mojej opinii zmieniona i objętość poszczególnych rozdziałów różni się dość istotnie, a czego Autor nie uzasadnia. Teoretyczny charakter mają rozdziały pierwszy, drugi i trzeci i stanowią one aż 82% treści wszystkich

rozdziałów, natomiast rozdziały czwarty i piąty prezentują opis i wyniki przeprowadzonych badań i stanowią jedynie 18%.

Autor nie ustrzegł się literówek, które znajdują się na wielu stronach rozprawy. A do słabych stron rozprawy należą także dość liczne błędy językowe i stylistyczne: „*idea efektywności*”, „*najbardziej efektywny*”, „*stosunkowa prostota*” i wiele innych. Niektóre z tych określeń są niezrozumiałe: co oznacza „*nie jest w pełni rozkładem normalnym*” czy też „*zmiennosc sytuacji*”?

## **6.) Ocena znajomości metodologii badań oraz przyjętych i zastosowanych metod badawczych**

Ocena znajomości metodologii badań z obszaru oceny efektywności zarządzania portfelem inwestycyjnym jest przeciętna i wynika z analiz przeprowadzonych przez Autora przedstawionych w podrozdziale 3.1. Zastrzeżenia budzi jednak ostateczny wybór miar oraz uzasadnienie tego wyboru „*kierowano się analizą literatury przedmiotu i stosowanymi w badaniach metodami ... stosunkowa prostota zastosowanych wskaźników ...*” (s. 167), ponieważ wynika z tego, iż Autor nie zwrócił uwagi warunki, które muszą być spełnione, aby uzasadnione było stosowanie danego wskaźnika.

Wątpliwości pojawiają się także w związku z zadeklarowanym w tytule „*uwarunkowaniem i oceną efektywności*”. Określenie *uwarunkowań* za pomocą zastosowanych modeli wymaga spełnienia określonych założeń. Po pierwsze model musi poprawnie wyceniać stopy zwrotu funduszu (dla RP) bądź zachować powtarzalność dla wskaźników (WSH, WSO), co oznacza, że w zależności od strategii inwestycyjnej funduszu ten zestaw czynników może się różnić. A w badaniu znalazły się fundusze, które mają nieco inną strategię inwestycyjną (inwestują na różnych rynkach kapitałowych). Kolejno, w każdym z oszacowanych modeli występuje składnik losowy, który w tego typu modelach interpretowany jest, jako miara ryzyka specyficznego, o którym Autor wspomina w jednym z rozdziałów teoretycznych, natomiast w wynikach brak interpretacji otrzymanych wartości ocen tego błędu.

## **7.) Ocena znajomości, doboru, analizy i interpretacji źródeł literaturowych i empirycznych**

Niewątpliwie znajomość i dobór źródeł literaturowych i empirycznych Autora rozprawy jest obfita, o czym świadczy objętość trzech pierwszych rozdziałów, które stanowią łącznie 81% łącznej objętości wszystkich pięciu rozdziałów. Wynika to zapewne z niezwykle bogatego przedstawienia informacji zawartych w materiałach źródłowych odnośnie regulacji prawnych (2.1), makroekonomicznego otoczenia (2.3) oraz rynku funduszy (2.4 i 2.5). Nieco niżej ocenić należy interpretację wykorzystanych w rozprawie źródeł empirycznych pod względem stopnia zaawansowania samodzielnie przeprowadzonych analiz ilościowych. Autor nie uwzględnił w badaniu empirycznym wielu aspektów, na które zwraca uwagę w części teoretycznej rozprawy. Zabrakło także w rozprawie porównania wyników przeprowadzonego badania empirycznego z wynikami badań empirycznych innych autorów, które zostały szeroko opisane w rozprawie. To umożliwiłoby identyfikację, w jaki nurt badań wpisuje się podejście autora rozprawy oraz ocenę jego umiejętności odniesienia wyników badań

własnych do przedstawionego zaplecza literaturowego, a także wskazanie oryginalności i wkładu własnego.

### **Wnioski końcowe**

Problem badawczy, choć nie nowy i oryginalny, został prawidłowo sformułowany i uzasadniony, jednocześnie w części teoretycznej mógłby być nieco lepiej ułożony, natomiast w części empirycznej został w raczej poprawny sposób rozwiązany. Znacząca część uwag została zawarta powyżej w treści recenzji. Niewątpliwie wyjaśnienia i doprecyzowania wymaga tytuł rozprawy. Kolejno, cele będą mogły być uznane za poprawne i kompletne, po ich oddzieleniu od hipotez badawczych oraz wyraźnemu wskazaniu celu głównego i celów szczegółowych o charakterze systematyzującym, poznawczo-wyjaśniającym i projektowym (rekomendacje dla zarządzających funduszami czy też inwestorów dokonujących wyboru funduszu). W związku z faktem, iż z punktu widzenia recenzenta, przedstawiona rozprawa posiada szereg uchybień, w trakcie publicznej obrony warto byłoby wyjaśnić wszelkie wątpliwości wskazane w recenzji, uwypuklić umiejętności Autora rozprawy w zakresie pokazania oryginalności wyników badań własnych do przedstawionego zaplecza literaturowego, a także wkładu własnego do nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.

### **Konkluzja**

Rozprawa doktorska Pana mgr. Emila Ochnio pt. *Uwarunkowania i pomiar efektywności funduszy inwestycyjnych w Polsce*, spełnia ustawowe wymogi stawiane rozprawom doktorskim w Ustawie o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki. W związku z powyższym wnioskuję o dopuszczenie jej do publicznej obrony w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.

Sopot, 20 września 2017 r.

