

dr hab. Krzysztof Waliszewski, prof. UEP

Poznań, 25.08.2024 r.

Katedra Pieniądza i Bankowości

Instytut Finansów

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Aleja Niepodległości 10

61-875 Poznań

E-mail: [krzysztof.waliszewski@ue.poznan.pl](mailto:krzysztof.waliszewski@ue.poznan.pl)

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Magdaleny Lesiak pt.**

**„Dysfunkcyjne praktyki na rynku kapitałowym”, s. 244**

**napisanej na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym**

**Uniwersytetu Łódzkiego**

**pod kierunkiem naukowym dr hab. Moniki Bolek, prof. Uł**

**promotor pomocniczy : dr Andrzej R. Stopczyński**

**w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse**

#### **1. Podstawa prawna sporządzenia recenzji**

Podstawą sporządzenia recenzji rozprawy doktorskiej mgr Magdaleny Lesiak jest pismo z dnia 10.06.2024 r. informujące, że Komisja Uniwersytetu Łódzkiego do spraw stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse pod Przewodnictwem prof. dr hab. Rafała Matery na posiedzeniu w dniu 10.06.2024 r. podjęła postanowienie o powołaniu mnie na Recenzenta rozprawy doktorskiej mgr Magdaleny Lesiak „*Dysfunkcyjne praktyki na rynku kapitałowym*”, w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Magdaleny Lesiak została sporządzona w oparciu o kryteria formalne stawiane dysertacjom doktorskim zawarte art. 179 ust. 7 ustawy z dnia 3 lipca 2018 r. Przepisy wprowadzające ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2018 r. poz. 1669) oraz art. 187 ust. 1 i 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r (Dz. U. z 2023 r. poz. 742), zgodnie z którymi w recenzji należy zawrzeć szczegółowo uzasadnioną ocenę, czy rozprawa doktorska stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, a także czy wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną Doktorantki w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

## **2. Określenie trafności wyboru i oryginalności problemu badawczego rozprawy**

Rynek kapitałowy pełni w gospodarce rynkowej szereg ważnych funkcji – mobilizacji i alokacji kapitału, transformacji kapitału, wyceny ryzyka i kapitału, barometru gospodarki oraz informacyjną. Prawidłowe wypełnianie wyżej wskazanych funkcji zwiększa efektywność przepływu kapitału od podmiotów nadwyżkowych do deficytowych oraz efektywność gospodarowania podmiotów finansowych i niefinansowych. Aby funkcje te były wypełniane prawidłowo musi być spełniony szereg warunków m. in. rynek kapitałowy powinien być efektywny, muszą istnieć ścisłe ramy prawno-regulacyjne rynku kapitałowego oraz instytucje zapewniające rozrachunek, rozliczenie transakcji, dematerializację obrotu oraz bezpieczeństwo obrotu i bezpieczeństwo konsumenta na rynku kapitałowym jako nieprofesjonalnego jego uczestnika, instytucje samoregulujące takie jak izby i stowarzyszenia łącznie tworzące tzw. infrastrukturę rynku kapitałowego. W praktyce gospodarczej nie zawsze rynki kapitałowe pełnią prawidłowo swoje funkcje – ich część lub wszystkie z wielu przyczyn, które można określić zjawiskiem występowania dysfunkcyjnych praktyk uczestników działających na tym rynku. Jak wskazuje przegląd literatury oraz badań poznawczych i empirycznych dokonany przez Doktorantkę problematyka dysfunkcyjnych praktyk na rynku kapitałowym, jakich dopuszczają się jego uczestnicy w polskiej literaturze przedmiotu nie jest często podejmowana, w czym Doktorantka upatruje lukę badawczą. Zidentyfikowana przez Doktorantkę luka badawcza w szczególności dotyczy:

- Braku kompleksowych badań polskiego rynku kapitałowego w obszarze występowania dysfunkcyjnych praktyk w całym okresie po transformacji w latach 1991-2022,
- Braku wystarczająco dobrze opracowanych narzędzi do wykrywania dysfunkcyjnych praktyk, jakich dopuszczają się uczestnicy rynku kapitałowego,
- Niewystarczającej systematyki dysfunkcji i niepełnej klasyfikację dysfunkcyjnych praktyk.

W związku z tym problem badawczy związany z wykrywaniem (detekcją), metodami pomiaru, samą kwantyfikacją i dokładnością pomiaru oraz łagodzeniem skutków i przeciwdziałaniem dysfunkcyjnym praktykom na rynku kapitałowym jest oryginalny, aktualny, ważny i jego ranga jest właściwa dla dysertacji doktorskiej, tym bardziej, że w ostatnich latach obserwujemy nie tylko w Polsce nasilenie występowania dysfunkcyjnych praktyk uczestników rynku kapitałowego pomimo wzmacniania regulacji i nadzoru nad rynkiem kapitałowym.

Praca poza walorami wnoszącymi wkład do teorii ekonomii i finansów w zakresie dysfunkcyjnych praktyk na rynku kapitałowym ma znaczenie aplikacyjne, ponieważ Doktorantka zbudowała własny model  $M\text{-score}_{Pol}$  do wykrywania oznak manipulacji sprawozdaniami finansowymi. Doktorantka dokonuje również autorskiej klasyfikacji dysfunkcyjnych praktyk na rynku kapitałowym, do których zalicza przekazywanie nieprawdziwych i niepełnych informacji, wpływanie na obrót instrumentami finansowymi, w tym *insider trading*, nieodpowiednie rekomendacje inwestycyjne determinowane systemem wynagrodzenie (*misselling*), oszustwa inwestycyjne, pranie brudnych pieniędzy, niewystarczające dostosowanie działań do warunków rynkowych ze strony regulatora, nadzorcy i audytorów.

### 3. Ocena poprawności i kompletności celów oraz hipotez badawczych

W rozprawie sformułowano cel główny oraz cele szczegółowe (5), hipotezę badawczą główną oraz hipotezy badawcze pomocnicze (5).

**Głównym celem (CG)** rozprawy była identyfikacja dysfunkcyjnych praktyk uczestników rynku kapitałowego w Polsce oraz wskazanie i weryfikacja metod ich wykrywania.

Jako rozwinięcie i konkretyzację celów głównego sformułowano następujące **cele szczegółowe (CS)**:

**CS1:** Wskazanie norm prawnych i etycznych determinujących funkcjonowanie podmiotów rynku kapitałowego.

**CS2:** Klasyfikacja dysfunkcji rynku kapitałowego i dysfunkcyjnych praktyk stosowanych przez podmioty na tym rynku.

**CS3:** Charakterystyka dysfunkcyjnych praktyk stosowanych przez podmioty na rynku kapitałowym.

**CS4:** Oszacowanie zakresu dysfunkcyjnych praktyk uczestników polskiego rynku kapitałowego.

**CS5:** Wskazanie narzędzi przeciwdziałania dysfunkcyjnym praktykom stosowanych przez instytucje organizujące i nadzorujące rynek kapitałowy.

W nawiązaniu do postawionych celów oraz zidentyfikowanej luki badawczej na podstawie zastanych badań empirycznych sformułowano następującą **hipotezę główną (HG)** rozprawy: Dysfunkcyjne praktyki uczestników polskiego rynku kapitałowego mogą być identyfikowane za pomocą narzędzi analitycznych uzależnionych od rodzaju nieprawidłowości oraz podmiotu ich się dopuszczającego.

Ponadto uszczegółowieniem hipotezy głównej są sformułowane 3 **hipotezy pomocnicze (HP)**.

**HP1:** Autorski model M-scorePol wzorowany na metodologicznym podejściu M.D. Beneisha, uwzględniający polskie uwarunkowania, umożliwia wykrycie oznak manipulacji danymi w sprawozdaniach finansowych emitentów z GPW w Warszawie.

**HP2:** Ilościowa analiza *Listy ostrzeżeń publicznych KNF* umożliwia określenie struktury dysfunkcyjnych praktyk, jakich dopuszczają się pośrednicy finansowi.

**HP3:** Ocena zgodności rozkładu cyfr znaczących wolumenu obrotu akcjami z prawem (rozkładem) Newcomba-Benforda umożliwia rozpoznanie potencjalnych nieprawidłowości, jakich dopuszczają się inwestorzy w obrocie instrumentami finansowymi na GPW w Warszawie.

Biorąc pod uwagę cel główny rozprawy jest on poprawny, ambitny i nawiązuje do zidentyfikowanej luki badawczej związanej z brakiem wystarczająco dobrze opracowanych narzędzi do wykrywania dysfunkcyjnych praktyk uczestników rynku kapitałowego. W przypadku celów szczegółowych są one poprawne, jednak bardzo rozdrobnione np.: CS2 i CS3 mogłyby być połączone w jeden cel jako *Klasyfikacja i charakterystyka dysfunkcyjnych praktyk na rynku kapitałowym*.

Biorąc pod uwagę ocenę hipotez badawczych należy stwierdzić, że są one sformułowane poprawnie, ich weryfikacja ma doniosłe znaczenie dla teorii finansów i praktyki gospodarczej szczególności w zakresie tworzenia efektywnych i precyzyjnych narzędzi detekcji i pomiaru nieprawidłowości na rynku kapitałowym. W hipotezach szczegółowych Autorka pracy odniosła się do znanych już narzędzi pomiaru dysfunkcji tj. podejścia M.D. Beneisha i rozkładu Newcomba-Benforda.

Autorka odniosła się do realizacji celów – głównego i szczegółowych oraz weryfikacji hipotez badawczych – głównej i 3 pomocniczych w zakończeniu pracy konstatując, że w rozprawie udało się osiągnąć wszystkie cele – główny i szczegółowe oraz pozytywnie zweryfikować hipotezy badawcze – główną i pomocnicze.

#### **4. Ocena układu pracy doktorskiej**

Praca składa się z 5 rozdziałów merytorycznych oraz części pozarozdziałowych – wstępu, zakończenia, bibliografii i spisu tabel, wykresów, schematów oraz załączników dotyczących szczegółowych wyliczeń korelacji Pearsona, wizualizacji rozkładu Newcomba-Bendorfa dla

Rynku Głównego GPW i Rynku New Connect oraz analizy częstotliwości występowania pierwszych cyfr dla Rynku Głównego GPW i Rynku New Connect.

Poszczególne rozdziały pracy zostały poświęcone następującym zagadnieniom:

Rozdział 1. Struktura organizacyjna polskiego rynku kapitałowego

Rozdział 2. Funkcje i dysfunkcje rynku kapitałowego

Rozdział 3. Rodzaje dysfunkcyjnych praktyk oraz metody ich wykrywania

Rozdział 4. Badania empiryczne dysfunkcyjnych praktyk uczestników rynku kapitałowego w Polsce

Rozdział 5. Przeciwdziałanie dysfunkcyjnym praktykom

Układ pracy jest przemyślany, logiczny i prawidłowy, podporządkowany zasadzie dedukcji „od ogółu do szczegółu”, ponieważ rozdziały wprowadzające o charakterze najbardziej teoretycznym stanowią tło rozważań do rozdziałów prezentujących szczegółowe treści. Najciekawszy i wnoszący autorski wkład do dyscypliny ekonomia i finanse jest rozdział 4 o charakterze empirycznym.

Moja jedyna uwaga dotycząca struktury rozprawy dotyczy umiejscowienia podrozdziału *Dysfunkcje i dysfunkcyjne praktyki na rynku kapitałowym – klasyfikacja* jako 2.3.4 na końcu rozdziału 2, podczas gdy jest to podrozdział klasyfikacyjny i powinien być na początku podrozdziału 2.3 jako 2.3.1. Ponadto we wstępie do pracy brakuje również zebrania i podsumowania wykorzystanych przez Doktorantkę metod badawczych.

## **5. Ocena ogólnej wiedzy teoretycznej Doktorantki**

Doktorantka w ramach studiów literaturowych zgromadziła szeroki i zróżnicowany zakres 534 źródła bibliograficzne, na które składają się: monografie (pozycje zwarte), artykuły naukowe, bazy danych, materiały statystyczne, publikacje instytucji rynku kapitałowego, raporty i kursy, akty prawne, źródła internetowe i prasowe. Należy podkreślić, że zdecydowana większość zgromadzonych źródeł to pozycje anglojęzyczne, co jest determinowane tematyką pracy.

Przeprowadzony przez Doktorantkę krytyczny przegląd dostępnej literatury przedmiotu związanej z strukturą organizacyjną polskiego rynku kapitałowego, funkcjami i dysfunkcjami rynku kapitałowego, rodzajami dysfunkcyjnych praktyk oraz metod ich wykrywania i ich pomiaru, a także metod przeciwdziałania tym praktykom jako *desk research* wskazuje na szeroką teoretyczną wiedzę Doktorantki w zakresie analizowanych zagadnień. Przegląd literatury przedmiotu dał podstawę do opracowania przez Doktorantkę własnej koncepcji

badania empirycznego i jego realizacji w ramach *field research*, w tym realizacji celu o charakterze aplikacyjnym – modelu do wykrywania manipulacji sprawozdaniami finansowymi.

## **6. Ocena znajomości metodyki badań oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej**

Biorąc pod uwagę problem badawczy determinowany zidentyfikowaną luką badawczą, cele rozprawy, a także hipotezy badawcze wykorzystano szereg metod badawczych takich jak:

- Krytyczny przegląd literatury przedmiotu,
- Krytyczny przegląd badań zastanych nad wykrywaniem dysfunkcyjnych praktyk na rynku kapitałowym i ich pomiarem oraz dokładnością pomiaru,
- Własne badania nad identyfikacją dysfunkcyjnych praktyk uczestników rynku kapitałowego. Przeprowadzone badania objęły analizę:
  1. Sprawozdań finansowych spółek notowanych na Głównym Rynku GPW w latach 1997-2021 oraz NewConnect w latach 2007-2021.
  2. Przypadków podmiotów wpisanych na Listę ostrzeżeń publicznych KNF (stan na 23.09.2022 r.).
  3. Zbioru liczb całkowitych reprezentujących dzienny wolumen obrotu akcjami spółek notowanych na Głównym Rynku GPW w latach 1991-2022 oraz NewConnect w latach 2007-2022.

Wyżej wskazane metody badawcze należy uznać za adekwatne do problemu badawczego, celów rozprawy – głównego i szczegółowych oraz postawionych hipotez – głównej i pomocniczych. Należy podkreślić, że Doktorantka z łatwością porusza się po masowych danych dziennych dotyczących kursów giełdowych spółek z Rynku Głównego GPW (lata 1997-2021) oraz z Rynku New Connect (lata 2007-2022). Doktorantka zaplanowana i samodzielnie przeprowadziła badanie empiryczne na zbiorze danych o kursach giełdowych. Na podstawie przeprowadzonych badań Doktorantka wyciągnęła ciekawe i oryginalne wnioski. Dowodzi to jednoznacznie, że potrafi samodzielnie prowadzić badania naukowe, zna metodologię badań i z powodzeniem ją stosuje w swojej pracy naukowej.

## **7. Ocena formalnej strony rozprawy**

Rozprawa jest napisana prawidłowym, fachowym językiem, właściwym dla specjalizacji i problematyki przedmiotu badań. W pracy znajdują się nieliczne błędy interpunkcyjne, co przy

doktoracie o takich rozmiarach jest rzadkością. Wśród uwag o charakterze formalnym można wyróżnić następujące uchybienia w tekście:

- Zapis pandemii jako Covid-19, podczas gdy przyjęta i używana w źródłach naukowych, w tym wykorzystywanych przez Doktorantkę to COVID-19,
- Używanie dużych liter w środku tytułu źródeł np.: Martysz C.B., *Manipulacje Instrumentami Finansowymi i Insider Trading. Analiza prawno-ekonomiczna*; M. Grudziński, *Wybrane Problemy Związane z Wyceną Przedsiębiorstw w Polsce*,
- Schemat 3 (s. 18) jest nieproporcjonalnie pomniejszonym zrzutem z dokumentu źródłowego, a przez to nieczytelny, dla zachowania jego czytelności mógłby on być zaprezentowany na stronie poziomej, a nie pionowej,
- Na s. 33 błędne zapisanie rozporządzenia nazwy MIFIR jako MiFIR,
- Literówka w określeniu fininfluenserzy podczas gdy prawidłowa forma to fininfluencerzy,
- Brak konsekwencji w stosowaniu zapisu *Lista ostrzeżeń publicznych KNF*, w większości jest ona zapisana kursywą, ale są też przypadki zapisu bez kursywy np.: w samym spisie treści podrozdział 4.2.2,
- Uchybienia w bibliografii np.: brak wydawcy poz. 8, 13, 87, 91; nie zawsze tytuły źródeł są zapisane kursywą np.: poz. 97, 325, 367.

## **8. Wskazanie uwag krytycznych i polemicznych**

Pomimo wielu analizowanych walorów recenzowanej rozprawy można sformułować kilka uwag natury krytycznej czy polemicznej:

- Nie uwzględnienie w podrozdziale 3.4 *Pranie pieniędzy przy wykorzystaniu infrastruktury rynku kapitałowego* dysfunkcyjnego zjawiska finansowania terroryzmu, tym bardziej że obecnie w regulacjach, w nauce i literaturze oraz praktyce gospodarczej mówi się łącznie o zjawisku AML/CFT (Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism), czyli przeciwdziałaniu praniu brudnych pieniędzy i finansowania terroryzmu,
- Na schemacie 1 (s. 10) Doktorantka wymienia na równi z rynkiem usług finansowych rynek towarowy jako segmenty rynku finansowego, co może być dyskusyjne. Jeśli takie podejście było prezentowane w cytowanej literaturze, to zgodnie z zasadą krytycznego

podejścia do zastanej literatury w wersji autorskiej można zastane podejście zmodyfikować,

- W definicji płynności rynku kapitałowego (s. 16) pominięto niskie koszty transakcyjne związane z dokonywanym obrotem instrumentami finansowymi,
- Przy opisie KDPW jako instytucji dematerializacji obrotu na rynku kapitałowym (s. 24) pominięto fakt, że KDPW zarządza również Systemem Rekompensat dla Inwestorów, co jest ważne z punktu widzenia bezpieczeństwa nieprofesjonalnych uczestników obrotu giełdowego,
- Przy opisie przeniesienia nadzoru bankowego w Polsce do KNF w 2008 r. (s. 25) wymieniono Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego (GINB) z pominięciem Komisji Nadzoru Bankowego (KNB), której to Inspektorat był organem wykonawczym, pomimo, że od 1.01.2008 r. kompetencje zarówno GINB, jak i KNB przejęła KNF,
- Brak pogłębionej analizy implementowanego w UE projektu Unii Rynków Kapitałowych (CMU i CMU 2.0) z punktu widzenia problemu badawczego pracy – czy pełne wdrożenie URK przyczyni się do lepszej detekcji i dokładniejszego pomiaru dysfunkcyjnych praktyk na rynku kapitałowym?
- Brak głębszej dyskusji nad instytucją *Listy ostrzeżeń publicznych KNF*, gdy wpis podmiotu na nią okazał się niesłuszny, a wpisany na nią podmiot w związku z tym faktem utracił dobry wizerunek, kontrahentów i obsługę banku.<sup>1</sup>
- Brak uzasadnienia i głębszego omówienia wybranych modeli analizy dyskryminacyjnej E. Mączyńskiej, tzw. modelu poznańskiego i modelu E. Altmana. Ponadto Doktoranta używa określenia Zmienna Ranking Poznańskiego, podczas gdy chodzi o tzw. model poznański, więc prawidłowa nazwa to Zmienna Ranking poznański (tabela 14, s. 124). W praktyce chodzi o tzw. model M. Hamrola i 2 współautorów.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Problem ten jest szczegółowo podnoszony przez prawników m. in. w: K. Lewandowska, *Te przepisy mogą zniszczyć firmę. Chodzi o listę ostrzeżeń [OPINIA]*, 17.06.2024, <https://businessinsider.com.pl/prawo/firma/ostrezenia-publiczne-knf-niebezpieczenstwo-czy-naduzycie-opinia/mjlvcz2>

<sup>2</sup> HAMROL M., CZAJKA B., PIECHOCKI M. (2004). *Upadłość przedsiębiorstwa-model analizy dyskryminacyjnej*. Przegląd Organizacji 6, 35-39.



## 9. Konkluzja

W przypadku recenzowanej rozprawy doktorskiej fundamentalne znaczenie ma wykazanie, że Doktorant w sposób oryginalny rozwiązał postawiony problem naukowy, posiada ogólną wiedzę teoretyczną w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse, a także umiejętnie realizuje badania własne.

Biorąc pod uwagę moją ocenę rozprawy doktorskiej mgr Magdaleny Lesiak zawartą w poszczególnych punktach niniejszej recenzji **uważam, że recenzowana rozprawa doktorska mgr Magdaleny Lesiak spełnia wymogi stawiane rozprawom doktorskim zawarte w art. 187 ust. 1 i 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce tzn. stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną kandydata w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.**

W związku z tym wnioskuję o dopuszczenie recenzowanej rozprawy do publicznej obrony.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Wolinski', is positioned on the right side of the page.