

Poznań, 3 stycznia 2024 r.

Prof. Adam Zaremba
Katedra Inwestycji i Rynków Finansowych
Instytut Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Recenzja w postępowaniu habilitacyjnym dr Magdaleny Jasiniak

1. Podstawy recenzji

Podstawę formalną sporządzenia recenzji stanowi Postanowienie Komisji Uniwersytetu Łódzkiego do spraw stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse powołująca mnie na członka komisji habilitacyjnej w postępowaniu w sprawie nadania Pani dr Magdalenie Jasiniak stopnia doktora habilitowanego w dyscyplinie ekonomia i finanse z dnia 16 października 2023 r. Postępowanie to prowadzone jest na podstawie ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. - Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. 2018 poz. 1668 z późn. zm.), a w szczególności art. 219 ust. 1.

Recenzja została przygotowana na podstawie następujących dokumentów, które zostały mi przedłożone:

- 1) Wniosek dr Magdaleny Jasiniak z dnia 18.04.2023 o przeprowadzenie postępowania w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.
- 2) Odpis dyplomu doktora nauk ekonomicznych – kopia (zał. 2).
- 3) Autoreferat (zał. 3).
- 4) Wykaz osiągnięć naukowych stanowiących znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny (zał. 4).
- 5) Zaświadczenia i dyplomy ukończenia studiów podyplomowych, warsztatów, konferencji i szkoleń – kopie (zał. 5).
- 6) Monografia dr Magdaleny Jasiniak pt. „Efekty cenowe na polskim rynku kapitałowym”.
- 7) Pozostałe publikacje, ujęte w wykazie osiągnięć naukowych – kopie (zał. 6).

2. Sylwetka Habilitantki

Dr Magdalena Jasiniak ukończyła studia magisterskie na kierunku Gospodarka Przestrzenna, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, specjalność:

Zarządzanie w administracji publicznej w 2006 roku. Tytuł magistra uzyskała na podstawie pracy magisterskiej „Zarządzanie w samorządzie terytorialnym na przykładzie gminy Andrespol.” Studia doktoranckie dr Jasiniak ukończyła na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, uzyskując tytuł doktora nauk ekonomicznych w zakresie nauk o zarządzaniu, nadany uchwałą Rady Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego z dnia 27 lutego 2012 r. na podstawie rozprawy „Efekty działalności przedsiębiorstw krajowych i zagranicznych w sekcji przetwórstwa przemysłowego w regionie łódzkim – analiza porównawcza”. Ponadto dr Jasiniak ukończyła studia podyplomowe w zakresie Rynek nieruchomości – wycena na Uniwersytecie Łódzkim (2011 r.) oraz Metody ilościowe na rynku kapitałowym w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie (2013 r.).

Dr Magdelana Jasiniak związana jest zawodowo Uniwersytetem Łódzkim. W latach 2012-13 zajmowała tam stanowisko asystenta w Zakładzie Finansów Korporacji w Instytucie Finansów na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego. Następnie objęła ona stanowisko adiunkta, które piastuje również obecnie.

3. Główne osiągnięcie naukowe

Jako główne osiągnięcie naukowe, o którym mowa w art. 219 ust. 1 pkt. 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2021 r. poz. 478 z późn. zm.), dr Magdalena Jasiniak wskazuje monografię pod tytułem „Efekty cenowe na rynku kapitałowym”. Praca została wydana w 2022 roku przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, a recenzentami byli prof. dr hab. Elżbieta Ostrowska z Uniwersytetu Gdańskiego oraz dr hab. Mariusz Kicia z Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie.

3.1. Streszczenie pracy

Zasadniczym celem pracy jest ocena postrzegania atrakcyjności inwestycyjnej akcji przez inwestorów giełdowych w kontekście ich ceny rynkowej. Dodatkowym celem jest weryfikacja występowania efektów cenowych na polskim rynku kapitałowym. Efekty cenowe definiowane są jako związek między postrzeganiem ceny akcji, a kształtowaniem się stóp zwrotu. Badania obejmują określenie preferencji inwestorów dotyczących różnych przedziałów cenowych, takich jak akcje „tanie” czy „drogie”. Dodatkowo dr Jasiniak przeanalizowała wpływ niskiej ceny akcji na stopy zwrotu oraz zbadała przy pomocy badań ankietowych, czy inwestorzy postrzegają atrakcyjność inwestycyjną przez pryzmat ceny rynkowej.

W pracy sformułowano cele główne i szczegółowe, w tym ocenę efektywności polskiego rynku kapitałowego, wskazanie behawioralnych uwarunkowań decyzji inwestycyjnych, ocenę efektów cenowych na różnych rynkach kapitałowych, ocenę efektów cenowych na

polskim rynku kapitałowym oraz weryfikację znaczenia ceny akcji w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. W powiązaniu z postawionymi celami, dr Jasiniak sformułowała hipotezy pracy, które warto tu przytoczyć w całości. Hipoteza główna brzmi: „Rynkowa cena akcji jest czynnikiem różnicującym stopy zwrotu, przy czym zjawisko anomalii niskiej ceny ma charakter odwrócony i nieciągły”, i jest uzupełniona czterema hipotezami pomocniczymi:

- H1: „Rynkowa cena akcji jest czynnikiem różnicującym stopy zwrotu, przy czym zjawisko anomalii niskiej ceny ma charakter odwrócony i nieciągły”.
- H2: „Niska cena rynkowa akcji jest cechą spółek niezależną od ich wielkości oraz sytuacji finansowej”.
- H3: „Inwestorzy giełdowi postrzegają atrakcyjność inwestycyjną akcji przez pryzmat ich ceny rynkowej i jest to jeden z kluczowych czynników determinujących decyzje inwestycyjne, niezależny od dochodów inwestora, wielkości portfela inwestycyjnego oraz okresu inwestowania”.
- H4: „Postrzeganie akcji o niskiej cenie rynkowej jako atrakcyjnych pod względem inwestycyjnym nie zależy od doświadczenia oraz wielkości portfela inwestora giełdowego”.

Cześć z postawionych sobie zadań Habilitantka zrealizowała za pomocą studiów literaturowych. Inne opierały się na badaniach ilościowych, analizując dzienną i miesięczną dynamikę notowań spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w kontekście cenowych przedziałów akcji. Dodatkowo przeprowadzono badania ankietowe na próbie inwestorów indywidualnych, oceniając ich preferencje, postrzeganie atrakcyjności akcji oraz zachowania inwestycyjne.

Zgodnie z konkluzjami dr. Jasiniak, wyniki badań wskazują na istotność ceny rynkowej akcji w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, a także na występowanie efektów cenowych, które są związane z postrzeganiem akcji przez pryzmat ich ceny. Praca ma w zamierzeniu wnieść oryginalny wkład w analizę efektów cenowych na polskim rynku kapitałowym, zarówno pod względem ilościowym, jak i jakościowym.

Monografia obejmuje pięć zasadniczych rozdziałów. Rozdział pierwszy zatytułowany „Behawioralne aspekty inwestowania na rynku kapitałowym” omawia podstawowe zagadnienia związane z funkcjonowaniem rynku kapitałowego, skupiając się szczególnie na efektywności informacyjnej rynku. Ponadto przedstawione zostają wybrane anomalie w wycenie na rynkach kapitałowych, przy czym dr Jasiniak koncentruje się zarówno na literaturze dotyczącej rynku krajowego, jak i giełd zagranicznych. Rozdział ten poświęcony jest również behawioralnym aspektom procesu inwestycyjnego. Autorka opisuje proces podejmowania decyzji w warunkach niepewności, uwzględniając rolę emocji. Przedstawia również determinanty decyzji inwestycyjnych, a także charakteryzuje skłonności poznawcze i motywacyjne inwestorów giełdowych.

Rozdział drugi, zatytułowany „Efekty cenowe na rynku kapitałowym w świetle dotychczasowych badań”, omawia znaczenie ceny jako źródła informacji na rynku kapitałowym, podobnie jak na rynku dóbr konsumpcyjnych. Przedstawia się charakterystykę akcji groszowych na polskim rynku kapitałowym oraz analizuje efekty cenowe w kontekście anomalii niskiej ceny i operacji podziału i łączenia akcji. Zarówno rozdział pierwszy jak i drugi mają charakter przede wszystkim teoretyczny, koncentrując się na dotychczasowej literaturze przedmiotu.

W rozdziale trzecim, pod tytułem „Efekty cenowe na polskim rynku kapitałowym – wyniki badań ilościowych”, autorka prezentuje wyniki badań ilościowych przeprowadzonych na polskim rynku kapitałowym, bazując na danych z lat 1995-2018. Opisuje strukturę cenową akcji, zmiany udziału akcji groszowych oraz weryfikację anomalii niskiej ceny w ujęciu dziennych i miesięcznych stóp zwrotu. Analizuje także zjawiska cenowe w przypadku operacji podziału i łączenia akcji.

Rozdział czwarty nosi tytuł „Behawioralne aspekty inwestowania na polskim rynku kapitałowym – wyniki badania ankietowego. W tym rozdziale dr Jasiniak syntezuje obszary badań jakościowych przeprowadzonych w 2016 i 2018 roku, finansowanych przez Uniwersytet Łódzki i Narodowe Centrum Nauki. Przedstawia profil inwestora na polskim rynku kapitałowym, omawia determinanty podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz analizę wyniki badań jakościowych w kontekście wyników badań ilościowych.

Pracę wieńczy zakończenie, w którym autorka podsumowuje wnioski wynikające z przeprowadzonych badań. Zawiera ono streszczenie kluczowych ustaleń, wniosków i implikacji wynikających z analizy efektów cenowych na polskim rynku kapitałowym oraz ich wpływu na procesy inwestycyjne.

3.2. Ocena wkładu w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse

Przeczytałem przedłożoną pracę z dużą uwagą, znajdując w niej szereg wartościowych elementów. Rozdział pierwszy w sposób interesujący syntezuje stan wiedzy na temat efektywności rynku i anomalii rynku kapitałowego, szczególnie w ujęciu globalnym. Badania ankietowe w rozdziale czwartym przynoszą świeże spojrzenie na motywacje i zachowania krajowych inwestorów giełdowych. Niemniej jednak zasadnicze badania empiryczne omawiane w części trzeciej obarczone są szeregiem niedociągnięć, które stawiają pod znakiem zapytania wiarygodność wyników i wkład publikacji w literaturę przedmiotu. Słabości dotyczą kilku odrębnych obszarów, w znaczącej mierze wspólnych większości badań opisywanych w rozdziale trzecim.

3.1.1. Zastrzeżenia główne

Wkład w literaturę przedmiotu. Badania nad anomaliami w wycenie spółek giełdowych mają długą historię. Zazwyczaj jako pierwszą udokumentowaną anomalie wskazuje się efekt niskiego wskaźnika ceny do zysku opisany przez Basu (1977). Lata 80. i 90. XX wieku przyniosły dalszy szereg odkryć, takich jak efekt wielkości spółki (Banz, 1981), efekt wskaźnika ceny do wartości księgowej (Rosenberg i in., 1985), efekt odwrócenia długoterminowych stóp zwrotu (De Bondt i Whaler, 1985), czy efekt momentum (Jegadeesh i Titman, 1993). W rezultacie w latach 90. w literaturze finansowej „zinwentaryzowano” około kilkunastu anomalii giełdowych. Natenczas, każde odkrycie nowej anomalii stanowiło znaczący przyczynek do rozwoju nauki, zasługujący na publikację w najlepszych czasopismach naukowych. W istocie nawet replikacje tychże badań na rynkach zagranicznych – w tym również wschodzących – były bardzo cenione i ukazywały się w czołowych publikatorach w literaturze z obszaru finansów. Poszukiwanie anomalii giełdowych, a także nowych metod ich objaśniania, w dużej mierze zdominowały dziedzinę wyceny aktywów (ang. *asset pricing*) na kolejne dziesięciolecia.

Niemniej jednak obecnie, ponad 40 lat od ukazania się pracy Basu (1977), tendencje w literaturze są już zupełnie inne. Erupcja badań w opisanym zakresie sprawiła, że naukowcy udokumentowali już setki różnorodnych anomalii giełdowych. Na przykład przeglądowe prace Harveya i in. (2016) czy Hou i in. (2020) zidentyfikowały przeszło trzysta zmiennych, które pozwalają prognozować przekrój przyszłych stóp zwrotu. John H. Cochrane (2011), prezydent American Finance Association nazwał tę sytuację mianem „zoo” anomalii giełdowych (ang. *anomaly zoo*). Jednocześnie w dorocznym przemówieniu na forum tego gremium wskazał przyszłe kierunki badań, które w uproszczeniu można określić jako próbę uporządkowania dotychczasowych odkryć w zakresie anomalii.

W konsekwencji ciężar gatunkowy badań nad pojedynczymi anomaliami giełdowymi jest obecnie znacznie mniejszy niż dwie lub trzy dekady temu. Podczas gdy w latach 90. XX wieku odkrycie nowej anomalii miała istotne znaczenie, o tyle obecnie, gdy ich lista nieustannie się wydłuża, udokumentowanie kolejnego sygnału służącego do prognozowania stóp zwrotu nie budzi już porównywalnego entuzjazmu. Prace badawcze przeniosły się do innych obszarów, takich jak objaśnianie anomalii giełdowych, próba ustalenia, które z nich są prawdziwe, czy synteza znanych anomalii przez różnorakie modele wyceny. Publikacje dotyczące nowych anomalii w stopach zwrotu muszą być poparte solidną – często nowatorską – podbudową teoretyczną i twardymi dowodami empirycznymi. W istocie, w ostatnich latach publikacje dokumentujące nowe anomalie giełdowe w najistotniejszych czasopismach z obszaru finansów, takich jak *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, czy *Review of Financial Studies*, należały do rzadkości.

Podobnie przedstawia się sytuacja replikacji anomalii na rynkach zagranicznych. Jeszcze kilkanaście lat temu zweryfikowanie możliwości prognozowania przekroju stóp zwrotu przy pomocy wskaźników znanych z USA, czy innych rynkach rozwiniętych oznaczało istotny wkład do literatury przedmiotu. Obecnie jednak sytuacja uległa istotnej zmianie. Wiele prac dokonało syntezy setek anomalii na dziesiątkach rynków jednocześnie (Jacobs, 2016; Jacobs i Müller, 2018, 2020). Co więcej, powstały też publicznie dostępne bazy danych, które pozwalają śledzić na bieżąco stopy zwrotu z portfeli bazujących na anomaliach giełdowych. Na przykład Jensen i in. (2023) prowadzą stronę <https://jkpfactors.com/>, która umożliwia pobranie systematycznie aktualizowanych stóp zwrotu z portfeli oraz sygnałów transakcyjnych dla 153 anomalii giełdowych na 93 rynkach na całym świecie—w tym również anomalii niskiej ceny w Polsce.

W powyższym kontekście warto umiejscowić przedłożoną pracę badawczą dr Jasiniak. Habilitantka analizuje pojedynczą anomalię giełdową, która—jak sama autorka wskazuje—jest znana od wielu dekad, na pojedynczym rynku wschodzącym, tj. w Polsce. Takie badanie w istocie byłoby zasadne, gdyby, na przykład polski rynek akcji charakteryzował się jakimiś wyjątkowymi cechami instytucjonalnymi, które umożliwiałyby nowe spojrzenie na naturę efektów cenowych. Niemniej jednak autorka pracy na nic takiego nie wskazuje, ani też nie przeprowadza podobnych analiz. Co więcej, na stronach 4. i 5. autoreferatu dr Jasiniak wskazuje 10 prac zajmujących się podobną problematyką na rynku polskim, które zostają również mniej lub bardziej szczegółowo omówione w podrozdziałach 2,2 do 2,4 monografii. Niestety, nie wskazano, jaki nowy wkład do literatury przedmiotu ma w tym kontekście wnieść—lub wnosi—przedłożona praca badawcza. W rezultacie ciężko jest wskazać oryginalny i innowacyjny wkład badań zawartych w monografii w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse, w tym w szczególności w rozdziale trzecim.

Metodologia. W głównej części empirycznej pracy, autorka posługuje się sortowaniem akcji do portfeli, a także metodą analizy zdarzeń. Zastosowane metody są stosunkowo zrozumiałe, nieskomplikowane i intuicyjne. Niemniej jednak ich zasadniczym mankamentem jest niemal całkowite zignorowanie dorobku metodologicznego literatury poświęconej wycenie aktywów w materii będącej przedmiotem rozważań przedłożonej monografii.

Dekady badań nad anomaliami w przekroju stóp zwrotu pozwoliły wykształcić pewien zwarty zestaw narzędzi badawczych, które powtarzają się w przeważającej większości prac. Te obejmują między innymi regresje przekrojowe bazujące na podejściu Famy i MacBetha (1973), testy szeregów czasowych stóp zwrotu portfeli z pojedynczych sortowań z wykorzystaniem wieloczynnikowych modeli wyceny aktywów, a także podwójne sortowania portfeli. Metody te są standardem w literaturze przedmiotu. Co

istotne, zastosowanie tych narzędzi przynosi wymierne korzyści badawcze, gdyż pozwalają one zminimalizować ryzyko fałszywych bądź nieistotnych odkryć.

W rezultacie pominięcia standardowych metod badawczych, analizy prowadzone w monografii obarczone są szeregiem słabości, które mogą rzutować na wiarygodność uzyskanych wyników i wyciąganych wniosków. Poniżej, pozwalam sobie wyliczyć trzy z nich, które w mojej opinii są najistotniejsze.

- i) Brak zmiennych kontrolnych. Jak wskazuje literatura przedmiotu, struktura przekroju stóp zwrotu na rynku akcji jest wielowymiarowa i wpływa na nią wiele zmiennych. Stąd istotne jest zastosowanie zmiennych kontrolnych, które pozwolą wyeliminować wpływ innych zjawisk. Na przykład spółki o niskiej cenie akcji mogą być jednocześnie spółkami o niskiej kapitalizacji, gdyż spadek ceny jest związany ze spadkiem kapitalizacji. Niska cena, przekłada się również na niskie wskaźniki wyceny, takie jak cena do wartości księgowej czy rynkowej. Ponadto, jeżeli niska cena jest wynikiem jej krótkoterminowego lub długoterminowego spadku, w grę może również wchodzić efekt momentum lub długo – i krótkoterminowego odwrócenia stóp zwrotu. Istotne znaczenie może mieć także płynność, gdyż nisko cenne spółki mają zwykle szerszy *spread* pomiędzy ceną kupna i sprzedaży. Literatura przedmiotu zazwyczaj odnosi się do tych efektów przez wykorzystanie zmiennych kontrolnych w regresjach przekrojowych, podwójne lub potrójne sortowania z użyciem zmiennych kontrolnych lub też regresje portfelowe z wykorzystaniem modeli wyceny odzwierciedlających znane już anomalie. Podobne metody stosowane są również w analizie zdarzeń. Bez wykorzystania żadnej metody kontroli nie sposób ocenić, czy prezentowany efekt jest rzeczywiście odrębną anomalią giełdową, czy też jakimś innym zjawiskiem „w przebraniu”.
- ii) Brak weryfikacji istotności statystycznej. Ceny na rynkach akcji cechują się znaczącą zmiennością, którą może powodować istotne wzrosty lub spadki pojedynczych spółek, lub całych ich grup, w krótszych lub dłuższych okresach. Stąd też, dla oceny wiarygodności obserwowanych zjawisk kluczowa jest ocena ich istotności statystycznej. Literatura przedmiotu wykorzystuje w tym celu szereg wypróbowanych metod, takich jak obliczenia istotności przy uwzględnieniu autokorelacji i heteroskedastyczności stóp zwrotu (np. Newey West, 1987) czy testy ponadprzeciętnych stop zwrotu dla wielu portfeli (np. Gibbons i in., 1989). W przedłożonym badaniu – w szczególności w rozdziale trzecim – nie zastosowano praktycznie żadnej metody weryfikacji istotności statystycznej. Niemożliwe jest więc ocenienie, na ile prezentowane tendencje są realnymi zjawiskami ekonomicznymi, a na ile wyłącznie „artefaktami statystycznymi” wynikającymi ze zwykłej zmienności stóp zwrotu.

Co ważne, problem istotności statystycznej dotyczy nie wyłącznie pojedynczej analizy, a większości konkluzji z pracy. Na przykład, czy spółki o niskiej cenie mają istotnie niższe stopy zwrotu od ich odpowiedników z wysoką ceną? Czy efekt ten jest faktycznie nieciągły, czy też być może obserwowana zmienność jest naturalna dla portfeli rynku akcji? Te zagadnienia pozostają niewyjaśnione.

- iii) Brak weryfikacji istotności ekonomicznej. Obok weryfikacji istotności statystycznej, kluczowa jest również ocena istotności ekonomicznej prezentowanych zjawisk. Innymi słowy, należy sprawdzić, czy prezentowane zjawisko ma znaczenie w praktyce. Pozwolę sobie tu przytoczyć dwa przykłady. Po pierwsze, Hou i in. (2020) dowiedli, że przeważająca większość anomalii giełdowych ma swój źródło w spółkach o bardzo małej kapitalizacji rynkowej, które nie mają praktycznie żadnego znaczenia z punktu widzenia większości inwestorów giełdowych. Aby wykluczyć taką możliwość, liczne badania analizują odrębnie występowanie anomalii giełdowych w różnych grupach spółek: dużych, średnich, małych itp. Co więcej, Chen i Velikov (2023) wskazują, że po uwzględnieniu realistycznych warunków inwestowania, takich jak koszty transakcyjne, również większość anomalii przestaje istnieć. Stąd też, dobrą praktyką jest zweryfikowanie wpływu kosztów transakcyjnych. Co ważne, obie kwestie są szczególnie istotne dla anomalii niskiej ceny. Niskocenne spółki mają zwykle niską kapitalizację i są szeroki *spread* pomiędzy cenami kupna i sprzedaży, który implikuje wysokie koszty transakcyjne. Bez sprawdzenia wpływu powyższych kwestii, nie sposób jest ocenić, jaka jest istotność ekonomiczna prezentowanych zjawisk.

Próba badawcza. Opis próby badawczej przedstawiony w badaniu jest skrótowy i bardzo skromny. W rezultacie w istocie uniemożliwia nie tylko replikację wyników pracy, ale też jej poprawne zrozumienie. Poniżej, prezentuję najistotniejsze przykłady.

- i. Liczebność próby. Tabela 3.2. na str. 111 monografii prezentuje liczbę spółek w próbie. Co ciekawe, prezentowane liczby odbiegają istotnie od faktycznej liczby spółek notowanych na GPW, więc właściwie nie wiadomo, jak próba została skonstruowana. Od roku 2011 na wszystkich parkietach GPW notowane jest przeszło 800 spółek, podczas gdy liczby w Tabeli 3.2. nie przekraczają 500. Nawet gdyby przyjąć, że autorka skoncentrowała się wyłącznie na głównym parkiecie GPW (tj., bez NewConnect, choć nie znalazłem takiej informacji w tekście), sytuacja nie staje się w pełni jasna. Po pierwsze, wciąż rysują się istotne różnice pomiędzy liczebnością próby a statystykami raportowanymi przez GPW dla głównego parkietu (<https://www.gpw.pl/podstawowe-statystyki-gpw>). Po drugie, różnice w liczebności na narastają w czasie: im bardziej cofamy się w przeszłość, tym

są większe. Na przykład, próba badawcza dla roku 2000 obejmuje 110 firm, podczas gdy na rynku było ich notowanych 225, czyli ponad dwukrotnie więcej. Co więcej, w pierwszym roku (1995) próba zawiera 22 spółki, podczas gdy na GPW obecne było wówczas trzykrotnie więcej firm, bo aż 65.

Co istotne, powyższy wzorec nie tylko uniemożliwia jednoznacznie ustalić, w jaki sposób zbudowano próbę, ale wręcz rodzi ryzyko systematycznych błędów w jej konstrukcji. Obserwowana tendencja jest charakterystyczna dla prób będących pod wpływem efektu przetrwania (ang. *survivorship bias*), czyli nieobejmujących spółek, które zostały usunięte z giełdy—gdyż, na przykład, zbankrutowały. Jest to szczególnie ważne w kontekście analizowanego zjawiska, gdyż spółki w złej kondycji finansowej mają zwykle niskie—i spadające—ceny akcji. Usunięcie ich z próby może całkowicie zniekształcić przekrojowe zależności pomiędzy ceną akcji a ich przyszłymi stopami zwrotu.

- ii. Kalkulacja stóp zwrotu. Na stopy zwrotu na rynku akcji wpływ ma nie tylko popyt i podaż, ale też wiele wydarzeń korporacyjnych. Przykłady to wypłaty dywidend, splity, resplity, emisje z prawem poboru itp. Niestety, nie udało mi się znaleźć informacji, w jaki sposób efekty te były uwzględnione w kalkulacji stóp zwrotu. Ma to szczególne znaczenie, gdyż każdy z tych efektów jest pośrednio lub bezpośrednio powiązany z różnymi efektami cenowymi na rynku akcji.
- iii. Brak informacji o procedurach przygotowania próby badawczej. Bazy danych zwykle zawierają różnorakie błędy. Stąd, częstokroć stosuje się różnorakie filtry eliminujące ekstremalne skoki cen, spółki o niskiej płynności czy kapitalizacji, szczególne kategorie firm itp. (np. Ince i Porter, 2006). Nie jest jasne, jakie metody filtrowania i „oczyszczania” zastosowano w prezentowanej pracy, stąd trudno ocenić ich wiarygodność.

Motywacja teoretyczna i opracowanie hipotezy. Dobrą praktyką jest, że postawione hipotezy badawcze powinny być dobrze ukorzenione w literaturze przedmiotu i odzwierciedlać udokumentowaną lukę w wiedzy. Niemniej jednak po uważnym przeczytaniu empirycznej i teoretycznej części pracy, częstokroć trudno jest znaleźć uzasadnienie dla postawionych hipotez.

Na przykład, hipoteza H1 pracy brzmi „Rynkowa cena akcji jest czynnikiem różnicującym stopy zwrotu, przy czym zjawisko anomalii niskiej ceny ma charakter odwrócony i nieciągły”. Niemniej jednak nie jest jasne, dlaczego autorka oczekuje, że charakter anomalii niskiej ceny jest „nieciągły”. Nie odnalazłem w części teoretycznej przekonującego wnioskowania ani umocowania teoretycznego, które skłaniałaby autorkę do postawienia takiej tezy. Co istotne, fakt, że uzyskane wyniki są całkowicie spójne z tak

szczegółową hipotezą przy jednoczesnym braku jej jednoznacznej motywacji niebezpiecznie kieruje pracę w stronę zjawiska zwanego HARKing (od ang. *hypothesizing after results are known*), czyli tworzenie hipotez po poznaniu wyników.

Odrębną sprawą jest swoisty brak precyzji przy formułowaniu hipotez. Sformułowanie „rynkowa cena akcji jest czynnikiem różnicującym stopy zwrotu, przy czym zjawisko anomalii niskiej ceny ma charakter odwrócony i nieciągły” jest z natury bardzo szerokie, odnoszące się do ogólnego zachowania cen akcji, niezależnie od uwarunkowań czasowych czy geograficznych. Trudno je sfalsyfikować lub uwiarygodnić przy pomocy wyników dwóch dekad danych z jednego rynku w Europie Środkowo-Wschodniej.

Spójność wyników i wniosków. Przedłożona praca stawia sobie za cel weryfikację czterech hipotez badawczych, które wskazałem w części 3.1 niniejszej recenzji. O ile prowadzone badania są spójne wysuwanymi hipotezami, o tyle związek pomiędzy wyciąganymi wnioskami jest czasami wątpliwy. Wrażenie to jeszcze szczególnie silne w przypadku hipotezy H2, stąd też wykorzystam ją jako przykład ilustracyjny. Na stronie 229. przedłożonej pracy autorka wskazuje, że „hipoteza H2: ‘Niska cena rynkowa akcji jest cechą spółek niezależną od ich wielkości oraz sytuacji finansowej’ została zweryfikowana pozytywnie.” Weryfikacja ta odbywa się za pomocą trzech tabel zawartych w rozdziale 3.5: 3.30, 3.31 oraz 3.32.

Tabela 3.30 przedstawia statystyki cen w różnych decylach kapitalizacji giełdowej. Autorka prezentuje ceny minimalne, średnie i maksymalne w poszczególnych grupach spółek. Wszystkie trzy wskaźniki rosną monotonicznie wraz ze zwiększającą się kapitalizacją spółek giełdowych. Jednoznaczna zależność jest widoczna gołym okiem, choć niepotwierdzona żadną formalną weryfikacją statystyczną. Trudno jest pogodzić narzucającą się tendencję w Tabeli 3.30 ze stwierdzeniem, że cena rynkowa akcji jest niezależna od kapitalizacji spółek.

Podobnie ma się sytuacja Tabel 3.31 i 3.32. Z jednej strony, ocena sytuacji finansowej firmy przy pomocy wyłącznie wskaźników ceny do zysku i ceny do wartości księgowej wydaje się daleko idącym uproszczeniem. Ich wartość zależy w ogromnej mierze od przewidywanego tempa wzrostu dywidend w przyszłości, a nie wyłącznie od bieżącej sytuacji finansowej. Stabilna spółka o wysokich przepływach pieniężnych i niskim oczekiwanym tempie ich wzrostu będzie miała zazwyczaj gorsze wskaźniki wyceny niż młoda firma o niestabilnej sytuacji finansowej, lecz perspektywach szybkiego wzrostu dochodów. Niemniej jednak nawet gdyby przyjąć, że oba wskaźniki w sposób satysfakcjonujący opisują sytuację firmy, Tabele 3.31 i 3.32 zdają się jednak sugerować pozytywną korelację pomiędzy ich wartością a ceną rynkową. Na przykład decyle 6 do 10 mają systematycznie wyższe wartości średnie niż decyle 1 od 5. Ponownie jednak nie sposób tego formalnie zweryfikować bez stosownych testów statystycznych, których przeprowadzone analizy nie obejmują.

3.1.1. Zastrzeżenia dodatkowe

Badania ankietowe. Stosunkowo najciekawszą—z mojego punktu widzenia—częścią pracy jest rozdział czwarty, zawierający badania ankietowe. Dowiedziałem się z niej wiele na temat mentalności inwestorów giełdowych i ich sposobu rozumowania. Niemniej jednak, po przeczytaniu trudno nie czuć pewnego niedosytu. Po pierwsze, rozdział zawiera kilkanaście wykresów, kilkanaście tabel i kilka oszacowań modeli przedstawionych w formie tabelarycznej, wszystkie szczegółowo omówione. Choć trudno autorce odmówić skrupulatności, przyznam, że momentami traciłem orientację, w jaki sposób dziesiątki przedstawionych statystyk kontrybuują do weryfikacji badanej hipotezy. W szczególności zawartość rozdziału 4.2. wydaje się w tym kontekście niejasna. Po drugie, część pytań mogłaby być bardziej precyzyjna. Na przykład na pytanie sformułowane „Czy cena akcji stanowi o ich atrakcyjności inwestycyjnej?”—dość kluczowe z punktu widzenia hipotez badawczych—trudno w istocie odpowiedzieć przecząco. Jeżeli weźmiemy pod uwagę sytuację fundamentalną, odniesienie do wartości księgowych czy analizę techniczną, cena zawsze jest istotne. Dopiero w oderwaniu od tych zjawisk może stanowić informację samoistną, ale o tym pytanie już milczy.

Przygotowanie redakcyjne pracy. Redakcja i przygotowanie pracy są poprawne i klarowne, jednak mogłoby być bardziej skrupulatne. W pracy nie brak nieściśłości, czasami wręcz dość zaskakujących. Na przykład, we wprowadzeniu dr Jasiniak wskazuje strukturę pracy, omawiając pięć odrębnych rozdziałów. Tymczasem, monografia składa się z wyłącznie czterech rozdziałów.

Omówienie tabel i wykresów. Dobrą praktyką w pracach naukowych jest, aby noty do tabel i wykresów pozwalały w pełni zrozumieć przedstawianą zawartość (Cochrane, 2005). Pozwala to uniknąć żmudnego przeszukiwania tekstu w celu odcyfrowania ich treści. Niestety, nie zawsze jest to regułą w przedłożonej pracy. Na przykład, część liczba Tabeli 3.20 jest przedstawionych wytłuszczonym drukiem, część natomiast zwykłą czcionką. Przypuszczam, że chodzi o istotność statystyczną, natomiast nie udało mi się tego zidentyfikować. Zbliżony przykład stanowi Tabela 3.30. Zawiera ona sortowania portfeli, jednak informacja ta nie występuje ani w tytule, ani w nocie pod tabelą. Bez zgłębienia kilku stron rozdziału niemożliwe jest precyzyjne ustalenie, co tabela w istocie ilustruje.

4. Pozostała aktywność naukowa

Według przedłożonej dokumentacji dr Jasiniak do dnia złożenia wniosku opublikowała 41 artykułów naukowych. Cztery spośród nich stanowiły artykuły posiadające wskaźnik Impact Factor, jednak stosunkowo niski i zawierający się w przedziale od 0.51 (*Proceedings of Rijeka Faculty of Economics*) do 1.3 (*Polish Journal of Environmental*

Studies). 33 prace pochodziły z tzw. Ministerialnej listy B, natomiast pozostałe cztery artykuły ukazały się w krajowych i zagranicznych periodykach poza powyższymi wykazami. Łączna liczba punktów MNiSW przedstawianych przez Habilitantkę wynosiła 269.69, z czego 37.5 przypadało na publikacje z Impact Factor. Według zaprezentowanych danych naukometrycznych, prace dr Jasiniak cytowane były odpowiednio 134 razy według Google Scholar, 15 razy według Web of Science oraz 17 razy według Scopus.

Przedstawiony dorobek należy uznać za niewyróżniający na tle innych wniosków habilitacyjnych z obszaru ekonomii i finansów w ostatnich latach. Choć liczba publikacji jest stosunkowo duża, brakuje wysokich jakościowo periodyków, które charakteryzują się szczególnie restrykcyjnym doбором prac i cytowalnością. Prace dr Jasiniak są też bardzo rozproszone tematycznie i nie reprezentują zwartego i wyrazistego nurtu. Pośród publikacji znajdziemy artykuły dotyczące zagadnień tak różnorodnych, jak rynek akcji, gospodarstwa rolne, funkcjonowanie Specjalnych Stref Ekonomicznych, aktywność krajowych i zagranicznych przedsiębiorstw, bezpośrednie inwestycje zagraniczne, a także finanse behawioralne. Co interesujące, stosunkowo niewiele jest prac bezpośrednio powiązanych z tematyką głównego osiągnięcia badawczego omawianego w części trzeciej niniejszego autoreferatu. Warto również zauważyć stosunkowo niewiele prac nowych. Ostatnia praca ze wskaźnikiem Impact Factor ukazała się w roku 2019, natomiast spośród pozostałych artykułów naukowych tylko dwa ukazały się w ciągu ostatnich pięciu lat (2019-2023).

Dr Jasiniak brała udział w 18 konferencjach naukowych, w tym 10 krajowych i 8 zagranicznych.¹ Uczestniczyła również w kilku projektach badawczych w tym dwóch finansowanych przez Narodowe Centrum Nauki. W szczególności, w latach 2017 do 2018, dr Jasiniak samodzielnie kierowała projektem NCN Miniatura.

W kontekście ustawowego realizacji aktywności badawczej na więcej niż jednej uczelni, na uwagę zasługuje współpraca z współpracą z Uniwersytetem Mikołaja Kopernika w Toruniu w latach 2015 do 2016 w ramach realizacji projektu badawczego „Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w wybranych województwach Polski — analiza porównawcza”, a także z Zakładem Finansów Rolnictwa Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej, Państwowego Instytutu Badawczego, w zakresie tematyki badawczo-naukowej nt. wybranych aspektów finansowych sektora rolnego w latach 2015 do 2019. Dr Jasiniak wielokrotnie uczestniczyła też w wyjazdach w ramach programu Erasmus do Turcji, Hiszpanii, Portugalii, Chorwacji oraz Szkocji.

¹ Zgodnie z moim zrozumieniem, Załącznik nr 4 błędnie klasyfikuje 5 konferencji krajowych jako zagraniczne.

5. Podsumowanie

Zgodnie z art. 219 ust. 1. Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, stopień doktora habilitowanego może otrzymać osoba, która: (1) posiada stopień doktora; (2) posiada w dorobku osiągnięcia naukowe albo artystyczne, stanowiące znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny; (3) wykazuje się istotną aktywnością naukową albo artystyczną realizowaną w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej lub instytucji kultury, w szczególności zagranicznej. Warto też nadmienić, że podstawową rolą recenzenta jest dokonanie oceny czy osiągnięcia naukowe habilitanta spełnia wymagania określone w art. 219 ust. 1 pkt 2 tej ustawy, a konkluzja ostateczna nie powinna być uzależniona od spełnienia przesłanki dotyczącej wskazywania się aktywnością naukową albo artystyczną, o której mowa w art. 219 ust. 1 pkt 3 przywołanej ustawy.

Według przedłożonej dokumentacji Habilitantka posiada stopień doktora, co oznacza, że **spełnia kryterium (1)** w sposób oczywisty.

W mojej ocenie monografia pt. „Efekty cenowe na rynku kapitałowym” **nie spełnia w stopniu wystarczającym kryterium (2)**. Oryginalny i nowatorski wkład pracy w literaturę przedmiotu i rozwój dyscypliny jest minimalny, a badania empiryczne bazują na niestandardowych rozwiązaniach metodologicznych, które rzutują na wiarygodność wyników. Co więcej, wyciągane wnioski nie zawsze współgrają z obserwacjami empirycznymi.

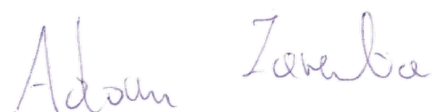
Przesłankę (3) uznaję za spełnioną w stopniu minimalnym, jednak niepozwalającym na podniesienie ogólnej oceny dorobku. Publikacje habilitantki są rozproszone tematycznie i brak wśród nich periodyków o uznanej renomie.

W podsumowanie, po zapoznaniu się z dokumentacją przedłożoną przez dr Magdaleny Jasiniak, stwierdzam, że nie wszystkie wymogi określone w art. 219 ust. 1 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. - Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. 2018 poz. 1668 z późn. zm.) zostały spełnione. W związku z powyższym **nie popieram wniosku dr Magdaleny Jasiniak o nadanie stopnia doktora habilitowanego** w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Bibliografia

Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18.

- Basu, S. (1977). Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *Journal of Finance*, 32(3), 663-682.
- Chen, A. Y., & Velikov, M. (2023). Zeroing in on the expected returns of anomalies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58(3), 968-1004.
- Cochrane, J. (2005). Writing tips for PhD students. <https://www.johnhcochrane.com/research-all/writing-tips-for-phd-students>
- Cochrane, J. H. (2011). Presidential address: Discount rates. *The Journal of Finance*, 66(4), 1047-1108.
- De Bondt, W. F. i Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *The Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- Fama, E. F. i MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of political economy*, 81(3), 607-636.
- Gibbons, M. R., Ross, S. A., & Shanken, J. (1989). A test of the efficiency of a given portfolio. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1121-1152.
- Harvey, C. R., Liu, Y. i Zhu, H. (2016). ... and the cross-section of expected returns. *The Review of Financial Studies*, 29(1), 5-68.
- Hou, K., Xue, C. i Zhang, L. (2020). Replicating anomalies. *The Review of Financial Studies*, 33(5), 2019-2133.
- Ince, O. S., i Porter, R. B. (2006). Individual equity return data from Thomson Datastream: Handle with care!. *Journal of Financial Research*, 29(4), 463-479.
- Jacobs, H. (2016). Market maturity and mispricing. *Journal of Financial Economics*, 122(2), 270-287.
- Jacobs, H. i Müller, S. (2020). Anomalies across the globe: Once public, no longer existent?. *Journal of Financial Economics*, 135(1), 213-230.
- Jacobs, H. i Müller, S. (2018). And nothing else matters? On the dimensionality and predictability of international stock returns. doi: 10.2139/ssrn.2845306
- Jegadeesh, N. i Titman, S. (2001). Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations. *Journal of Finance*, 56(2), 699-720.
- Jensen, T. I., Kelly, B., i Pedersen, L. H. (2023). Is there a replication crisis in finance? *The Journal of Finance*, 78(5), 2465-2518.
- Newey, W. K. i West, K. D. (1987). A Simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 703-708.
- Rosenberg, B., Reid, K. i Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *The Journal of Portfolio Management*, 11(3), 9-16.



Prof. Adam Zaremba