

Prof. dr hab. Elżbieta Ostrowska

Sopot, 02.09.2024

Katedra Bankowości i Finansów

Uniwersytet Gdański

Recenzja pracy doktorskiej
pt.: Dysfunkcyjne praktyki na rynku kapitałowym
Autorka : Magdalena Lesiak

Gwarancja bezpieczeństwa inwestorów (akcjonariuszy) i spółek emitentów akcji zależy nie tylko od uwarunkowań makroekonomicznych, prawnych i etycznych oraz sprawnego funkcjonowania instytucji nadzorczych, ale również od trafnej identyfikacji i oceny dysfunkcyjnych praktyk uczestników rynku kapitałowego (nawet przy uwzględnieniu skutków wdrażania sztucznej inteligencji). Zagadnienia te są bardzo ważne z uwagi na wyzwania w kierunku poszukiwania nowego paradygmatu wartości rynkowej akcji notowanych na giełdzie, która często jest rozbieżna z ich wartością księgową właśnie wskutek różnych nieprawidłowości, zaburzeń rynku kapitałowego wynikających z dysfunkcyjnych praktyk niezależnie od nagłych wydarzeń w otoczeniu spółek. To z kolei jest przyczyną poszukiwania odpowiednich metod ustalania skutków dysfunkcyjnych praktyk na rynku kapitałowym.

Recenzowana rozprawa doktorska jest pracą naukowo-badawczą sensu stricto w znacznym stopniu o charakterze empirycznym. Głównym osiągnięciem Doktorantki jest propozycja metodycznego podejścia do identyfikacji i empirycznej weryfikacji metod wykrywania dysfunkcyjnych praktyk uczestników rynku kapitałowego. W rezultacie właściwa jakość zastosowania tych metod powinna znajdować odzwierciedlenie w ocenie etyki na rynkach kapitałowych, która szczególnie w ostatnim czasie stała się przedmiotem uzasadnionej krytycznej dyskusji.

Właśnie dlatego należy docenić merytoryczną zasadność podjęcia przez Doktorantkę badań w tym obszarze, ponieważ w literaturze przedmiotu i wśród inwestorów (akcjonariuszy) ciągle istnieją oczekiwania na aktualne i wartościowe rozwiązania w zakresie walki z dysfunkcyjnymi, szkodliwymi praktykami związanymi z aspektami prawnymi i etycznymi i zachowaniami behawioralnymi. W tym kontekście należy stwierdzić, że główny cel pracy jest właściwy, a mianowicie: *Identyfikacja dysfunkcyjnych praktyk uczestników rynku kapitałowego*

w Polsce oraz wskazanie i weryfikacja metod ich wykrywania. Takie badania mają pomagać w rozpoznaniu nieprawidłowości, zaburzeń, anomalii wskutek podejmowanych czynności i decyzji mających podłoże zachowań behawioralnych.

Doktorantka trafnie sformułowała główną hipotezę swojej dysertacji, która brzmi: *Dysfunkcyjne praktyki uczestników polskiego rynku kapitałowego mogą być identyfikowane za pomocą narzędzi analitycznych uzależnionych od rodzaju nieprawidłowości oraz podmiotu ich się dopuszczającego*. Bardzo dobrze, że Autorka ustaliła trzy hipotezy szczegółowe, które bardziej precyzyjnie wskazują metodykę oceny wybranych dysfunkcyjnych praktyk, są to:

- HP1: *Autorski model M- scorepl 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 GPW w Warszawie.*

Doktorantka w swojej rozprawie konsekwentnie dążyła do weryfikacji swoich hipotez i osiągnięcia celu badawczego, co znalazło odzwierciedlenie w zakończonej pracy.

Niepotrzebne stało się zamieszczenie podsumowania do każdego rozdziału, ponieważ ogranicza się ono do przypomnienia podpunktów danego rozdziału i nie wnosi istotnego uzupełnienia merytorycznych treści rozdziałów (nie ma cech kreatywności), przy czym nie dotyczy to czwartego rozdziału. Zamiast tych podsumowań powinny być konkretne (solidne) wnioski umieszczone na końcu pracy pt. *Wnioski*, a nie *Zakończenie*. Jednak należy podkreślić, iż Autorka w *Zakończeniu* zamieściła w sposób trafny i syntetyczny wnioski z części empirycznej swojej pracy (przedstawiła efekty swojej weryfikacji hipotezy głównej i hipotez szczegółowych). Natomiast brak jest adekwatnego, kreatywnego wnioskowania z części teoretycznej pracy (chodzi o wykazanie umiejętności syntetycznego myślenia dotyczącego treści rozdziałów teoretycznych- jest to ponad 100 stron pracy).

Generalnie rozprawa Magdaleny Lesiak jest aktualna, zwarta, profesjonalna. Rozprawa jest aktualna, ponieważ dotyczy zagrożeń dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego- który jest w nienajlepszej kondycji- w postaci licznych dysfunkcyjnych praktyk na tym rynku. Obniża to



bowiem bezpieczeństwo i zaufanie do rynku wśród inwestorów i spółek-emitentów, co przekłada się na ryzyko kształtowania właściwych cen akcji.

Rozprawa jest zwarta i profesjonalna z uwagi na prezentowaną treść merytoryczną (obszerne badania empiryczne), jej objętość jest optymalna (244 strony). Trafnie są dobrane: bogata bibliografia zagraniczna i krajowa oraz liczne materiały źródłowe. Zawiera ona liczne tabele, wykresy, schematy i załączniki, a także wyjątkowo liczne przypisy. Ponadto praca jest profesjonalna, ponieważ Doktorantka w swoich badaniach zastosowała dobrze dobrane metody ilościowe do oceny dysfunkcyjnych praktyk na rynku kapitałowym.

Uważam, że w tej recenzji nie ma potrzeby streszczania treści rozprawy. Istnieje zasadność jej podziału na pięć rozdziałów, ale mam pewne uwagi merytoryczne.

Pierwszy rozdział (32 strony) jest napisany w sposób podręcznikowy (pt. *Struktura organizacyjna polskiego rynku kapitałowego*) i powinien mieć inną strukturę. W pracy doktorskiej nie powinno się poświęcać osobnego punktu rozdziału pt. *Pojęcie rynku kapitałowego* (około 2 stron), który właściwie dotyczy podziału rynku finansowego. Treść tego rozdziału powinna dotyczyć nie tylko samego rynku kapitałowego, ale powinna wskazywać analogie do jego dysfunkcji w aspekcie coraz większej roli zachowań behawioralnych na tym rynku.

W drugim rozdziale (pkt 2.1) Doktorantka opisuje funkcje rynku kapitałowego. Oczywiście są one powiązane z jego efektywnością i tradycyjnie przytacza teorię E. Famy, A. Smitha i J. S. Milla. Jednak pomija fakt, iż zdolność rynku kapitałowego do realizacji jego podstawowych funkcji powinna być oceniana przez ilościowe miary z uwzględnieniem miar o cechach behawioralnych. Zdolność ta bowiem stanowi wyznacznik stopnia dojrzałości (rozwoju) rynku kapitałowego. Takie miary dla oceny realizacji poszczególnych funkcji rynku kapitałowego są opasane w nowszej literaturze (E. Ostrowska, *Behawioralny portfel inwestycyjny*. M. Kalinowski, *Dojrzałość rynku akcji*). Dalej w punkcie 2.2 (p.t. *Znaczenie rynku kapitałowego...*) wspomina tylko o jednej z takich miar tzn. o udziale kapitalizacji giełdy w PKB, a przecież wspomnianych miar jest wiele. Szkoda, ponieważ ten problem również dobrze wpisuje się w temat pracy doktorskiej.

Doktorantka słusznie wspomina autora H. Gurgula (tylko 1 zdanie), a przecież jego badania dotyczące analizy zdarzeń na rynku akcji (tzw. Okno zdarzeń) z uwzględnieniem zachowań behawioralnych można było powiązać z problemem dysfunkcji rynku kapitałowego. Podobnie na s. 44 tylko wspomina o ekonomii behawioralnej, chociaż ma ona coraz większe

znaczenie na rynku kapitałowym, co się okazało nie tylko w czasie spektakularnych wydarzeń takich jak: kryzys finansowy, liczne ataki terrorystyczne, pandemia, wojna na Ukrainie (wstrząsnęły one cenami giełdowymi). Jednocześnie kreowały również dysfunkcje na rynku kapitałowym. Powyższe zagadnienia mogły być uwzględnione w dysertacji nawet "kosztem" zbyt rozbudowanych niektórych treści w pierwszym rozdziale dotyczącym struktury organizacyjnej polskiego rynku kapitałowego.

W drugim (pkt. 2.3) i trzecim rozdziale Doktorantka w sposób ciekawy i oryginalny zaprezentowała klasyfikację dysfunkcji rynku kapitałowego i dysfunkcyjnych praktyk stosowanych przez podmioty na tym rynku wraz z ich charakterystyką i wskazaniem metod ich wykonywania. Przedmiotem szczególnej analizy stały się wybrane (w tym rodzaju) dysfunkcyjnych praktyk występujące na rynku kapitałowym, czyli:

- przekazywanie nieprawdziwych lub niepełnych informacji,
- wpływanie na obrót instrumentami finansowymi,
- oszustwa inwestycyjne i pranie pieniędzy,
- niewystarczające dostosowanie do warunków rynkowych działań regulatora, nadzorcy i audytorów.

Jednocześnie Doktorantka słusznie wskazała podmioty, które stosowały dany rodzaj praktyk dysfunkcyjnych i kategorie w zakresie złamania prawa /etyki/ braku naruszenia norm (tabl. 3). Ponadto wskazała mechanizm ich powstawania.

Na podstawie wnikliwej analizy literatury dotyczącej badań w obszarze wykrywania dysfunkcyjnych praktyk (tabl. 6). Doktorantka zaproponowała narzędzia mogące wspomagać wykrywanie tych praktyk odpowiednio dla danego rodzaju praktyk i podmiotu je realizującego. Te rozważania stały się fundamentem dla jej autorskich badań empirycznych odnośnie dysfunkcyjnych praktyk uczestników rynku kapitałowego w Polsce zawartych w piątym rozdziale pracy. W swoich badaniach empirycznych uwzględniła trzy obszary bezpośrednio związane z weryfikacją trzech hipotez badawczych.

Po pierwsze (hipoteza HP1) przeprowadziła analizę sprawozdań finansowych spółek notowanych na Głównym Rynku GPW i New Connect. Tu wykazała się szczególną oryginalnością, ponieważ zastosowała autorski model M- scorepl (estymowała współczynniki wykrywające oznaki manipulacji danymi w sprawozdaniach spółek giełdowych- próba 231 sprawozdań finansowych i oszacowała wielkość tych manipulacji).



Po drugie zweryfikowała hipotezę HP2 poprzez analizę przypadków zróżnicowanych podmiotów z *Listy ostrzeżeń publicznych KNF* (stan na 23.09.2022 r.)

Po trzecie zbadała zgodność zbioru danych dziennych wolumenów obrotu akcjami spółek z Głównego Rynku GPW i rynku New Connect z prawem Newcomba- Benforda (weryfikacja hipotezy HP3) w celu oceny własności prognostycznych tego prawa w wykrywaniu dysfunkcyjnych praktyk inwestorów. Zakres czasowy powyższych badań to lata 1997- 2022 (Główny Rynek GPW) i lata 2007-2022 (New Connect). Badania te były pracochłonne w procesie doboru i przetwarzania dużego zbioru danych oraz opisu próby badawczej.

Pozytywnie należy ocenić sprawność Doktorantki w posługiwaniu się narzędziami analityczno- statystycznymi, a także umiejętność łączenia teoretycznych rozważań z empirycznymi badaniami (w zakresie: budowania modelu M- scorepl, zastosowania modelu Beneisha, testu U Manna- Whitneya, testów zgodności chi- kwadrat i Kołogomorowa- Smirnowa).

W rozdziale piątym zaprezentowała sposoby przeziwdziania dysfunkcyjnym praktykom z perspektywy instytucjonalnej.

Ponadto jeszcze raz należy docenić bardzo trafny wybór tematu w kontekście coraz częstszych sygnałów nieetycznych zachowań na rynku kapitałowym. Częste bowiem rozmijanie się etyki przekonania z etyką odpowiedzialności również w świetle prawa świadczy o potrzebie badań w tym obszarze i konieczności ich popularyzacji w celu zapobiegania pokusy nadużyć na rynku kapitałowym. Dotyczy to kadry zarządzającej i właścicieli instytucji finansowych oraz inwestorów.

Ocena rozprawy doktorskiej według warunków wskazanych w art. 179 ust. 7 ustawy z dnia 3 lipca 2018 r.

1. Ocena oryginalności rozwiązania problemu naukowego.

Problemy rozwoju rynku kapitałowego są przedmiotem badań w wielu pozycjach literatury. Jednak Doktorantka zbadała pewien specyficzny obszar tego rynku związany z dysfunkcyjnymi praktykami. Jej badania uzupełniają szeroką problematykę wykrywania i oceny dysfunkcji praktyk na polskim rynku kapitałowym, a zarazem wypełniają pewną lukę poznawczo- emipryczną. Stworzyła ona autorskie narzędzie oceny (model M- scorepl) i przeprowadziła z jego zastosowaniem badania dysfunkcji. Ponadto dokonała próby systematyki

(klasyfikacji) dysfunkcyjnych praktyk jakich dopuszczają się uczestnicy rynku kapitałowego w Polsce. Zakres oraz konstrukcja badania podstawowego i badań uzupełniających są oryginalne i stanowią istotny wkład Autorki w rozwój finansów i ekonomii.

2. Ogólna ocena wiedzy teoretycznej w dyscyplinie Ekonomia i Finanse.

Doktorantka dokonała szczegółowej analizy polskiej i zagranicznej literatury oraz różnych publikacji KNF, GPW i KDPW, a także aktów prawnych, regulaminów i kodeksów etyki organizacji funkcjonujących na rynku kapitałowym. Świadczy o tym ich ilość: monografie i artykuły naukowe- 357 pozycji oraz pozostałe źródła- 177 pozycji. To niewątpliwie było fundamentem odwagi w realizacji wieloaspektowych badań teoretyczno-empirycznych. Autorka wykazała się dużą wiedzą w zakresie rozwiązywania problemu badawczego, co przełożyło się na zastosowanie adekwatnych narzędzi analityczno-statystycznych w empirycznej ocenie badanych dysfunkcji,

3. Ocena umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

Doktorantka w procesie poszukiwania literatury, a głównie konstrukcji i realizacji poszczególnych etapów procesu badawczego wykazała się umiejętnością samodzielnego prowadzenia badań i interpretacji ich wyników. Ponadto wybór interesującej i trudnej tematyki pracy doktorskiej- o dużym znaczeniu dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego- dowodzi o posiadaniu dużej intuicji badawczej Autorki.

Konkluzja

Biorąc pod uwagę wartości teoretyczno- empiryczne rozprawy doktorskiej Magdaleny Lesiak oraz jej formalną stronę i ujawnione w niniejszej recenzji jej wszystkie cechy, a także uwagi wyrażam opinię, że w pełni odpowiada ona wymogom stawianym pracy na stopień doktora nauk społecznych w dyscyplinie Ekonomia i Finanse. Wobec powyższego wnoszę do Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Łódzkiego o przyjęcie ocenianej pracy oraz wnioskuję o dopuszczenie Autorki do dalszych etapów przewodu doktorskiego.

