

Prof. dr hab. Krzysztof Borowski
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Instytut Ryzyka i Rynków Finansowych

Warszawa dnia 10.11.2023

**Recenzja dorobku dr Magdaleny Jasiniak w związku z postępowaniem w sprawie
nadania stopnia doktora habilitowanego**

Niniejsza recenzja została sporządzona przy uwzględnieniu zasad zawartych w:

- a) Ustawie z 20 lipca 2018 r. prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. 2018 r. poz. 1668 z późn. zm.), artykuły 219-221.
- b) Postanowieniu Komisji UŁ do spraw stopni naukowych z dnia 16 października 2023 r. w sprawie powołania komisji habilitacyjnej w postępowaniu dr. Magorzaty Jasiniak

Informacje ogólne

Pani Magdalena Jasiniak ukończyła w 2006 r. studia magisterskie na kierunku Gospodarka Przestrzenna, Wydział Ekonomiczno – Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, specjalność: Zarządzanie w administracji publicznej, na podstawie pracy magisterskiej „Zarządzanie w samorządzie terytorialnym na przykładzie gminy Andrespol”. Z kolei w 2011 r. uzyskała dyplom ukończenia stacjonarnych studiów doktoranckich na Wydziale Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, a w 2012 r. stopień naukowy doktora nauk ekonomicznych w zakresie nauk o zarządzaniu, nadany uchwałą Rady Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego z dnia 27 lutego 2012 r. po odbyciu publicznej obrony rozprawy doktorskiej pt. „Efekty działalności przedsiębiorstw krajowych i zagranicznych w sekcji przetwórstwa przemysłowego w regionie łódzkim – analiza porównawcza”. Od 2013 r. dr Magdalena Jasiniak pracuje jako adiunkt w Katedrze Finansów i Korporacji, Instytut Finansów, na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego, wcześniej, tj. w okresie 2012 – 2013 była zatrudniona jako asystentka w tej samej Katedrze.

Ocena osiągnięcia naukowego: „Efekty cenowe na polskim rynku kapitałowym”,

Jako osiągnięcie naukowe w swoim dorobku dr Magdalena Jasiniak przedstawiła monografię pt. „Efekty cenowe na polskim rynku kapitałowym”. Monografia wydana została przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, w Łodzi w 2022 r. (280 stron). Recenzentem wydawniczym monografii była prof. dr hab. Elżbieta Ostrowska z Uniwersytetu Gdańskiego oraz dr hab. Mariusz Kicia - prof. Uniwersytetu Marii Curie – Skłodowskiej w Lublinie. Wskazanie tej monografii jako osiągnięcia naukowego jest zgodne z art. 219, ust.1, pkt. 2, lit a) oraz ust. 2 Ustawy z 20 lipca 2018 r. prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. 2018 r. poz. 1668 z późn. zm.).

Głównym celem pracy jest ocena postrzegania przez inwestorów giełdowych atrakcyjności inwestycyjnej akcji przez pryzmat ich ceny rynkowej oraz weryfikacja występowania efektów cenowych na polskim rynku kapitałowym.

Autorka przedstawiła następujące cele szczegółowe:

1. Ocena efektywności polskiego rynku kapitałowego w świetle dotychczas przeprowadzonych badań, (rozdział pierwszy)
2. Wskazanie behawioralnych uwarunkowań podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym (rozdział pierwszy)
3. Ocena efektów cenowych występujących na rynkach kapitałowych w świetle dotychczasowych badań (rozdział drugi)
4. Ocena występowania efektów cenowych na polskim rynku kapitałowym (rozdział trzeci)
5. Weryfikacja znaczenia ceny akcji w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych przez polskich inwestorów giełdowych (rozdział czwarty).

Cele szczegółowe 1 – 3 starała się zrealizować w oparciu o studia literaturowe oraz wyniki dotychczas przeprowadzonych badań na rynku krajowym i rynkach zagranicznych. Z kolei cele 4 i 5 zrealizowano w oparciu o wyniki badań własnych.

Habilitantka sformułowała następującą hipotezę główną: „Sposób postrzegania ceny rynkowej akcji przez inwestorów jest przyczyną występowania efektów cenowych na polskim rynku kapitałowym”. Hipotezę główną uzupełniona następującymi 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”.

Recenzowana monografia składa się z czterech rozdziałów – dwu o charakterze teoretycznym i dwu o charakterze empirycznym.

W pierwszym rozdziale Autorka koncentruje się na behawioralnych aspektach rynku kapitałowego, a w szczególności na anomaliach występujących na rynku kapitałowym w świetle teorii efektywności rynku:

1. Anomalie kalendarzowe
2. Anomalie związane z charakterystyką spółki
3. Anomalie związane z upublicznieniem informacji

Autorka skupia się także na problematyce podejmowania decyzji w warunkach niepewności oraz roli emocji w procesie podejmowania decyzji finansowych. W kolejnej części rozdziału omawia determinanty decyzji inwestycyjnych inwestorów na bazie przeprowadzonych przez Nią studiów literaturowych, aby dalej przejść do analizy zachowań inwestorów przy uwzględnieniu aspektów poznawczych i motywacyjnych (heurystyka dostępności, zakotwiczenia, afektu i reprezentatywności).

Drugi rozdział dedykowany jest analizie efektów cenowych na rynku kapitałowym oraz postrzeganiu wielkości ceny przez inwestorów giełdowych, z uwzględnieniem tzw. akcji groszowych oraz elementów kulturowych przypisujących odpowiednim cyfrom pierwiastek szczęścia lub pecha. W drugiej części tego rozdziału omówione zostało zjawisko anomalii niskiej ceny nominalnej akcji na giełdzie wraz z podaniem wyników uzyskanych przez badaczy z dostępnej literatury przedmiotu. W ostatniej części rozdziału zawarte zostały informacje oraz dokonano przeglądu literatury na temat zachowania się cen w przypadku splitu i reverse splitu akcji notowanych na giełdzie, przy uwzględnieniu hipotezy sygnalizacji (sygnalizowania), przyciągania inwestorów, optymalnego przedziału cenowego oraz płynności.

W rozdziale trzecim Autorka prezentuje wyniki badań ilościowych dotyczące występowania określonych efektów cenowych na polskim rynku kapitałowym, starając się tym samym dowieść hipotez cząstkowych H1 i H2. Badanie zostało przeprowadzone dla okresu od 15.05.1995 do kwietnia 2018 r., dla danych z serwisu notoria.pl. Niektóre obszary badania zostały zawężone.

Badaniem objęto analizę:

1. Dziennych oraz miesięcznych stóp zwrotu w zależności od przedziału cenowego akcji (odpowiednio na podstawie ceny zamknięcia w danym dniu notowań lub średniomiesięcznej ceny akcji). Dodatkowo analizę przeprowadzono, uwzględniając okresy koniunktury giełdowej (11 okresów) i oczekując ponadprzeciętnych wzrostów w grupie akcji o najatrakcyjniejszej dla inwestora cenie w okresach hossy. W tym obszarze z badań zostały wyłączone operacje podziału i scalenia akcji.
2. Charakterystyki spółek pod względem wybranych wskaźników analizy fundamentalnej, takich jak relacja ceny akcji do zysku (P/E), ceny akcji do wartości księgowej (P/BV) oraz wartości kapitalizacji w kontekście zweryfikowania, czy istnieje zależność pomiędzy ceną akcji, a sytuacją finansową spółki oraz jej wielkością.
3. Stóp zwrotu oraz obrotów spółek dokonujących podziału lub scalenia akcji, z uwzględnieniem określonych przedziałów cenowych.
4. Dziennych oraz miesięcznych stóp zwrotu w zależności od przedziału cenowego akcji (15 przedziałów cenowych), z uwzględnieniem występowania wybranych efektów kalendarzowych.

W procesie analizy zastosowano podstawowe charakterystyki rozkładów: miar średnich (średnia arytmetyczna) i rozproszenia (kwantyle – decyle). Analizę stóp zwrotu w zakresie obecności efektów cenowych przeprowadzono w oparciu o miary pozycyjne, tj. decyle oraz ogólnie zdefiniowane przedziały cenowe akcji, co jest zgodne jest z podejściem stosowanym w literaturze przedmiotu.

Ostatni rozdział monografii prezentuje wyniki badania ankietowego dotyczącego behawioralnych aspektów inwestowania na polskim rynku kapitałowym. W rozdziale tym Habilitantka stara się dowieść hipotez H3 i H4. Badania jakościowe zostały przeprowadzone dwuetapowo na łącznej próbie 1164 inwestorów indywidualnych, zamieszkałych na terenie całego kraju. Dobór próby miał charakter celowy – kryterium doboru stanowiło aktywne uczestnictwo na rynku kapitałowym. Doboru próby dokonano na podstawie profilu inwestora giełdowego,

określonego poprzez cykliczne badania realizowane przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych w Polsce, adekwatnie do okresu prowadzonych badań. Cechami kontrolowanymi zapewniającymi reprezentatywność były: płeć, wiek, miejsce zamieszkania.

Badanie podzielone zostało na dwa etapy:

Celem pierwszego etapu badania była ocena występowania wybranych heurystyk wśród indywidualnych inwestorów giełdowych, w tym zweryfikowanie efektów cenowych. Etap ten zrealizowano w IV kwartale 2016 roku na próbie 564 inwestorów indywidualnych z Polski.

Obszar badawczy obejmował następujące kwestie:

1. preferencje inwestorów dotyczące przedziału cenowego akcji, w jakie inwestują
2. sposób postrzegania atrakcyjności akcji przez pryzmat ich ceny, mierzonej subiektywną oceną prawdopodobieństwa osiągnięcia zysku lub poniesienia straty oraz poziomem ryzyka inwestycyjnego
3. profil inwestora, który najczęściej realizuje inwestycje w akcje z niskiego i wysokiego przedziału cenowego.

Drugi etap badania został przeprowadzony w III kwartale 2018 r. a było ono finansowane ze środków Narodowego Centrum Nauki (NCN) i w całości zostało poświęcone zjawiskom towarzyszącym efektom cenowym, a w szczególności:

1. analizie preferowanego przez inwestorów przedziału cenowego akcji
2. ocenie znaczenia wybranych czynników dla procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych
3. analizie postrzegania atrakcyjności akcji przez pryzmat ich ceny, mierzonej subiektywną oceną prawdopodobieństwa osiągnięcia zysku lub poniesienia straty oraz poziomem ryzyka inwestycyjnego
4. ocenie postrzegania akcji giełdowych oraz spółek emitujących akcje giełdowe
5. analizie zachowań inwestorów z perspektywy struktury portfela inwestycyjnego w kontekście wartości posiadanych akcji
6. analizie postrzegania przez inwestorów splitów/odwrotnych splitów akcji.

Zgromadzone w toku przeprowadzonych badań ankietowych dane poddane zostały analizie, z wykorzystaniem prostych metody (statystyki opisowe) oraz modelowanie ekonometryczne. Z uwagi na fakt występowania zmiennych jakościowych, do modelowania ekonometrycznego wykorzystano modele logitowe.

Autorka podjęła się w swojej rozprawie habilitacyjnej jednego z kluczowych elementów finansów, wpisującego się w tematykę finansów behawioralnych i efektywności rynków finansowych.

Oceniając przyjętą strukturę rozdziałów uważam, że została ona ukształtowana w sposób właściwy – dwa rozdziały o charakterze teoretycznym i dwa o charakterze empirycznym, z pewnymi zastrzeżeniami zgłoszonymi w dalszej części recenzji. Na uwagę zasługuje przyjęty okres badaczy 1995 – 2018 r., bogaty przegląd literatury, zarówno polskojak i anglojęzycznej, oraz duży wkład pracy wykonanej przez Habilitantkę.

Chciałbym jednak zgłosić pewne uwagi co do zawartości monografii:

1. Cena giełdowa akcji jest główną cechą dzielącą akcje spółek na przedziały cenowe i decyle (s. 105). W związku z tym rodzi się pytanie czy zatem inne elementy, takie jak kapitalizacja spółki, branża w której działa oraz odsetek akcji pozostający w obrocie (*free float*) nie mają wpływu na opisywane przez Autorkę zjawiska. Moim zdaniem mają i to ważne, dlatego też elementy te powinny być omówione w szerszym zakresie niż to zostało uczynione. Poza tym zakwalifikowanie spółek z różnych branż do jednej grupy niesie ze sobą ryzyko pominięcia faktu, na który inwestorzy zwracają baczność uwagę, tj. branży w jakiej działa dana spółka oraz perspektyw rozwoju tej branży (a tym samym samej spółki).
2. Na stronie 107 czytamy, że „Trendy rynkowe zostały wyznaczone na podstawie wartości indeksu WIG i średniej kroczącej”. Niestety nie wiadomo jaka jest to średnia. O jakiej długości uśredniania, ani w jaki sposób zostało to uśrednianie przeprowadzone (zwykła średnia ruchoma, ważona liniowo, wykładniczo?). Dalej znajduje się stwierdzenie: „Jeśli kurs indeksu WIG znajduje się powyżej średniej kroczącej, wskazuje to na okres występowania hossy i oczekiwania co do wzrostu cen. Jeśli kurs indeksu kształtuje się poniżej średniej kroczącej, wówczas na rynku panuje bessa i należy się spodziewać spadku ceny akcji spółek giełdowych”. Wzajemna zależność indeksu WIG i jego średniej kroczącej wskazuje na zastosowanie metod analizy technicznej do wyodrębnienia trendu wzrostowego i spadkowego na wykresie indeksu WIG. Problem polega na tym, że tego typu podejście ma rację bytu w wyraźnych trendach wertykalnych, natomiast nie sprawdza się w trendach bocznych. W habilitacji nie zamieszczone zostały odpowiednie wzmianki, dotyczące zastosowanego podejścia w procesie wyodrębnienia rynku byka i niedźwiedzia.

Odniesienia do analizy technicznej zabrakło również przy omawianiu przez Autorkę efektów zakotwiczenia cen akcji w pobliżu pewnych, tzw. „okrągłych cen”, jak np. 100 czy 1000 zł – s. 220. W pobliżu takich cen wielu inwestorów składa zlecenia kupna lub sprzedaży walorów.

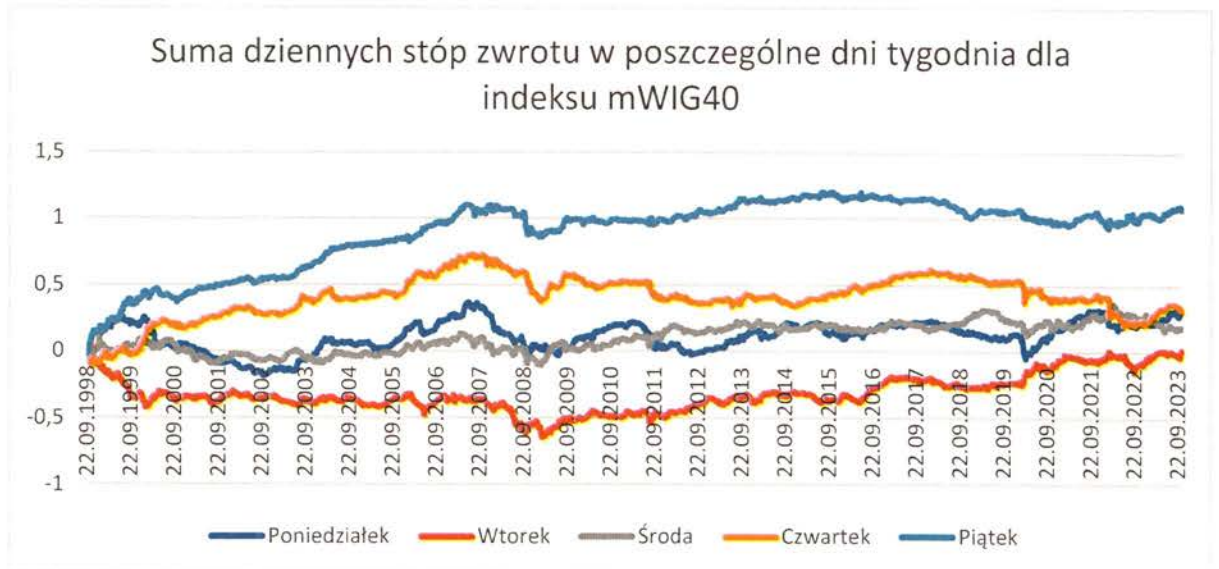
3. W rozdziale trzecim Autorka zamieszcza wiele statystyk dotyczących średnich miesięcznych i średnich dziennych stóp zwrotu w różnych interwałach czasowych, według decyli lub według przedziałów cenowych. Są to ciekawe rozważania, chociaż np. z informacji (Wykres 3.6), że średnia wartość dziennych stóp zwrotu z akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2004-2017, według cen w poszczególnych decylach, dla D7 była równa 0,08%, a dla D9 – wyniosła 0,09%, nie można wyciągnąć zbyt daleko idących wniosków. Podobne uwagi można uczynić dla danych zaprezentowanych w rozdziale 3.5. Np. w tabeli 3.24 ukazane zostały średnie miesięczne stopy zwrotu w poszczególnych miesiącach według decyli w okresie 1995 – 2018. I tak np. średnia miesięczna dla D1 w styczniu jest równa 2,50%, a dla D10 – 2,16%.

Moim zdaniem warto było posunąć się krok dalej i stworzyć indeksy cenowe dla spółek zakwalifikowanych do poszczególnych przedziałów cenowych lub decyli, w ujęciu dziennym i miesięcznym. Umożliwiłoby to prezentację graficzną określonego indeksu na tle indeksu WIG (i na tle pozostałych indeksów stworzonych w opisany wyżej sposób), obliczenie stóp zwrotu oraz zmienności, przeprowadzenie analizy normalności (lub nie) rozkładów stóp zwrotu tych indeksów za pomocą odpowiednich testów statystycznych, a następnie, za pomocą innych testów statystycznych określenie istotności statystycznej opisywanych przez Autorkę anomalii kalendarzowych¹. Zwłaszcza, że na s. 87, w Tabeli 2.3 Autorka zamieszcza stopy zwrotu dla analizowanych portfeli akcji (NYSE, AMEX, NASDAQ) z okresu lipiec 1963 – grudzień 2006, z podziałem na interwały czasowe: 1 rok, 2 lata, 3 lata, 4 lata i 5 lat dla sześciu przedziałów cenowych akcji.

Ponadto we współczesnej literaturze zajmującej się występowaniem anomalii na rynku finansowym można spotkać prace, w których wylicza się dzienną stopę zwrotu (np. przy badaniu efektu dnia tygodnia), a następnie dokonuje się ich sumowania w analizowanym interwale czasowym (nie stosuje się wówczas stopy *compound*). Takie podejście umożliwia wychwycenie tendencji / trendów zmian stóp zwrotu wraz z upływem czasu. Na poniższym rysunku wyraźnie widać, że od drugiej połowy 2008 r. suma nominalnych, dziennych stóp zwrotu we wtorki układu

¹ Osińska M., „Ekonometria finansowa”, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 38-45 lub też Hill C., Griffiths W., Lim G., „Principles of Econometrics”, John Wiley & Sons, United Kingdom 2018.

się w trend wzrostowy². Podobne badania można byłoby przeprowadzić na średnich cenach akcji w poszczególnych decylach lub przedziałach cenowych i uzyskać w ten sposób informację nt. kierunku zmian efektów kalendarzowych w określonych grupach cenowych w czasie.



Źródło: opracowanie własne

4. Na stronie 173 zamieszczony został następujący fragment: „W przypadku wartości cena akcji / zysk netto (P/E) utrzymuje się, że im wyższa jego wartość (w tym przypadku wyższy decyl), tym mniej atrakcyjna spółka z uwagi na prawdopodobieństwo przewartościowania akcji i niskie prawdopodobieństwo osiągnięcia zysków w przyszłości. Niskie wartości tego wskaźnika z kolei mogą wynikać z niskiej wyceny akcji przez rynek, co świadczy o wysokiej ocenie ryzyka inwestycyjnego w akcje danej spółki”. Wskaźnik P/E oddaje sytuację, jaka miała miejsce w przeszłości spółki i nie uwzględnia oczekiwań inwestorów co do jej przyszłości – tego typu „dyskontowanie” przyszłości można znaleźć w innej mierze: PEG. Dalej na tej samej stronie Autorka dokonuje analizy zależności ceny akcji spółek względem wartości wskaźnika P/E, nie biorąc pod uwagę, że jego wartość jest różna w różnych branżach. Taka analiza, bez odpowiednich zapisów w monografii, jest moim zdaniem, nieuzasadniona.
5. Na stronie 174 trudno się zgodzić ze stwierdzeniem: „Jeśli spółkę cechowały niskie wartości wskaźnika cena akcji / wartość księgową (P/BV), wskazywało to na

² Huck K., Huck N., „The Monday effect, revisited”, *Technical Analysis of Stock & Commodities*, 11, 2023, s. 9-15 i 17.

nieefektywne gospodarowanie majątkiem oraz niską zyskowność”. Wskaźnik P/BV pokazuje ile płacili inwestorzy za jeden złoty wartości księgowej, obliczonej na dany moment sporządzenia raportu finansowego. Wskaźnik ten może być różny dla spółek należących do innych branż, chociaż bardziej uprawnia do porównania wycen/cen giełdowych spółek ze sobą niż wskaźnik P/E. Zyskowność spółek określa się innymi miarami, jak np. ROE, ROA.

6. W Zakończeniu Autorka dokonuje dyskusji uzyskanych wyników w zestawieniu do wyników badań z badaniami innych autorów. Po przeczytaniu czuję pewny niedosyt tej dyskusji. W wielu miejscach porównanie takie zostało przeprowadzone „blokowo” bez wchodzenia w szczegóły, ze szkodą dla całościowego odbioru monografii. Moim zdaniem dyskusja wyników Autorki i skonfrontowanie ich z wynikami innych badaczy, z pewnością zasługuje na osobny rozdział.
7. Tytuł monografii jest za szeroki w stosunku do badań, jakie zostały przeprowadzone. Z treści monografii i wyboru indeksu WIG wynika, że objęte badaniem zostały spółki notowane na parkiecie GPW, a nie na rynku NewConnect. Jednak jeśli mamy na myśli „Polski rynek kapitałowy”, należałoby poszerzyć badanie o spółki notowanych na NewConnect lub odpowiednio zmodyfikować tytuł rozprawy.
8. Zastrzeżenia dotyczące przeprowadzonego badania ankietowego (Załącznik 2 s 271 – 280), przeznaczonego dla inwestorów indywidualnych, a zatem osób, które mogą nie posiadać odpowiedniej wiedzy finansowej:
 - A) W pytaniu 2 i 4 chodzi chyba odpowiednio o minimalną i maksymalną cenę akcji na giełdzie, która skłoniłaby lub zniechęciła inwestora do zakupu takich akcji (a nie o przedział cenowy).
 - B) W pytaniu 5 nie wiadomo co znaczy „...taką samą wartością fundamentalną...”. Czy chodzi o wycenę spółek czy o ich sytuację finansową/ fundamentalną?
 - C) W pytaniu 14 nie są ostrymi sformułowaniami następujące elementy
 1. Akcje małych spółek – co to znaczy mała spółka?
 2. Akcje dużych spółek – co to znaczy duża spółka?
 3. Akcje, które generują wyższe stopy zwrotu niż rynek – co to znaczy rynek, indeks WIG?
 4. Akcje, które są atrakcyjnym celem inwestycyjnym – co to znaczy atrakcyjny cel inwestycyjny?
 5. Akcje o wysokim ryzyku – co to znaczy wysokie ryzyko?

6. Akcje o słabej sytuacji finansowej – co to znaczy?
 7. Akcje niedowartościowane – co to znaczy?
 8. Akcje, które rosną szybciej niż drogie akcje. Chyba chodzi o wzrost cen akcji, a nie samych akcji. Poza tym nie wiadomo co to znaczy „drogie akcje”.
- D) W pytaniu 15 w pkt. 1 chodzi o wzrost cen akcji, a nie samych akcji
- E) W pytaniu 16 nie wiadomo co znaczy „...spowalnia rynek papierów wartościowych...”.
- F) W pytaniu 18 nie wyjaśniono co to znaczy „...napędza rynek papierów wartościowych...”.
- G) W pytaniu 23 nie zdefiniowane zostało pojęcie „niskiej wiarygodności akcji”.

Autorka dowiodła postawionych w monografii hipotez pomocniczych, a tym samym hipotezy głównej.

Tematykę podjętą w monografii habilitacyjnej, jak i sam sposób rozwiązania problemu oceniam pozytywnie. Równie pozytywnie oceniam warsztat matematyczny Habilitantki. Przyjęte metody badawcze budzą pewne wątpliwości, ale w mojej ocenie zostały dobrane w sposób umożliwiający osiągnięcie postawionych celów i weryfikację hipotez.

Pozostały dorobek publikacyjny po uzyskaniu stopnia doktora

Zainteresowania badawcze dr Magaleny Jasiniak koncentrowały się wokół efektów działalności przedsiębiorstw, ich współpracy ze sferą nauki, samorządem lokalnym oraz funkcjonowaniem rynku kapitałowego. Dorobek naukowy Habilitantki obejmuje następujące obszary badawcze:

1. Działalność krajowych i zagranicznych przedsiębiorstw,
2. Problematykę współpracy nauki i biznesu,
3. Aktywność Specjalnych Stref Ekonomicznych (SSE),
4. Efektywność gospodarstw rolnych,
5. Finanse behawioralne, ze szczególnym uwzględnieniem efektów finansowych na rynku kapitałowym.

Pierwszy z powyższych obszarów stanowił przedmiot badań rozprawy doktorskiej Habilitantki, a następnie był kontynuowany w kolejnych latach z poszerzeniem obszaru zainteresowania o elementy związane z aktywnością inwestycją polskich przedsiębiorstw na

rynkach zagranicznych w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Habilitantka podjęła w latach 2015 – 2016 współpracę z zespołem badawczym z Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu, Uniwersytetu Warmińsko - Mazurskiego w Olsztynie, Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu, realizując projekt badawczy pt. „Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w wybranych województwach Polski - analiza porównawcza”. Habilitantka uczestniczyła również w prowadzeniu badań wśród jednostek samorządowych i przedsiębiorstw.

W ramach drugiego obszaru badawczego Habilitantka przeprowadziła analizę uwarunkowań i perspektywy rozwoju współpracy pomiędzy środowiskiem nauki i biznesu. W ramach tego obszaru Habilitantka uczestniczyła m.in. w projekcie badawczym, jako członek zespołu, pt. „Ocena profili i kierunków kształcenia na poziomie średnim i wyższym w kontekście zapotrzebowania rynku pracy w Łodzi i regionie”, realizowany w ramach grantu Prezydenta Miasta Łodzi G- 4,5/2008.

Jeśli chodzi o trzeci nurt badawczy, w latach 2014 – 2016, Habilitantka była członkiem zespołu realizującego projekt badawczy pt.: „Ocena efektywności funkcjonowania Specjalnych Stref Ekonomicznych”, finansowany w ramach konkursu NCN jako główny wykonawca. W ramach realizowanego projektu współuczestniczyła w opracowaniu koncepcji realizowanych badań, w szczególności badania ankietowego realizowanego wśród jednostek samorządowych oraz przedsiębiorstw, w opracowaniu kwestionariuszy ankietowych, analizie statystycznej oraz koordynowała przebieg badania.

W latach 2015 – 2019 Habilitantka w ramach współpracy z Zakładem Finansów Rolnictwa Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej, Państwowego Instytutu Badawczego, uczestniczyła w badaniach nt. wybranych aspektów finansowych sektora rolnego, w ramach Programu Wieloletniego, jako członek zespołu, co można uznać za projekcję wcześniejszych zainteresowań badawczych z obszaru efektów działalności przedsiębiorstw.

Kolejnym z obszarów zainteresowań Habilitantki staje się tematyka finansów behawioralnych. W ramach tego obszaru badawczego zrealizowany został projekt badawczy, finansowany ze środków NCN MINIATURA, pt. „Anomalia niskiej ceny na polskim rynku kapitałowym” (DEC-2017/01/X/HS4/00089, Kierownik Projektu). Celem projektu było wskazanie czynników determinujących postrzeganie wartości akcji przez pryzmat ceny (m.in. efekt nominału, analiza ryzyka, nadmierny optymizm, heurystyka kotwiczenia, mentalne księgowanie) oraz zdefiniowanie progów ceny jednostkowej akcji, które z perspektywy inwestora cieszą się największym zainteresowaniem.

Wśród najważniejszych publikacji z tego obszaru działalności Habilitantka wskazuje następujące pozycje:

1. Monografia: Jasiniak M., „Efekty cenowe na rynku kapitałowym”, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2022, wskazana przez habilitantkę jako osiągnięcie naukowe.
2. Artykuł opublikowany w czasopiśmie z *impact factor*: Jasiniak M., Pastusiak R., Pluskota A., (2019), „Low Price Anomaly in M&A Transactions”, *Economicki Casopis*, tom 67/2, s.: 195-214, ISSN: 0013-3035, Impact Factor: 0.6240 (udział 50%).
3. Publikacja w recenzowanych materiałach międzynarodowej konferencji uwzględnionej na liście Web of Science: Jasiniak M., (2016) „Face nominal effect on capital market transactions. The case of Poland”, Conference: 13th International Scientific Conference of the European Financial Systems Location: Brno, Czech Republic Date: JUN 27-28, 2016, 1, s.: 272-277, DOI: 978-80-210-8308-0.

Habilitantka jest Autorką lub Współautorką 50 publikacji naukowych, w tym 19 publikacji anglojęzycznych, w tym Autorką dwóch monografii, Współautorką jednej monografii, Autorką i Współautorką rozdziałów w monografiach naukowych, w tym w dwóch przypadkach opracowań anglojęzycznych (Manchester, Wydawnictwo Track&Kern, Opava, Wydawnictwo School of Business Administration in Karvina). Ponadto jest Współautorką 4 artykułów opublikowanych w czasopismach posiadających *impact factor* oraz jedenastu artykułów znajdujących się w bazie Web of Science oraz sześciu w bazie Scopus.

W szczególności dorobek Habilitantki przedstawia się następująco:

- a) Monografie naukowe - autorstwo – 2
- b) Monografie naukowe - współautorstwo - 2
- c) Rozdziały w monografiach naukowych – autorstwo: 2 i współautorstwo: 2.
- d) Publikacje z *impact factor*: 4 (wszystkie we współautorstwie)
- e) Publikacje lista B MNiSW: łącznie 33, w tym 14 jako Autorka, i 19 jako Współautorka, spośród których 15 opublikowanych zostało w języku angielskim.
- f) Publikacje w czasopismach zagranicznych spoza listy: 2 jako Autorka i 1 jako Współautorka.
- g) Publikacje w recenzowanych materiałach konferencji międzynarodowych z bazy Web of Science: 1 jako Autorka.
- h) Publikacje w pozostałych czasopismach krajowych: 1 jako Współautorka.

Habilitantka była lub jest Członkinią w pięciu komitetach redakcyjnych i radach naukowych czasopism, w tym trzech wydawanych w języku angielskim.

Pozostały dorobek badawczy Habilitantki oceniam pozytywnie – wielkość tego dorobku, jak i zróżnicowanie tematyki, poruszanej w pracach naukowych w pełni uzasadniają uzyskanie przez Nią stopnia doktor habilitowanego.

Aktywność konferencyjna

Habilitantka wzięła udział w:

1. Pięciu konferencjach krajowych – udział czynny
2. Trzynastu konferencjach zagranicznych – udział czynny

Ponadto Habilitantka pełniła funkcję Członkini komitetu organizacyjnego w trakcie konferencji „Przyszłość finansów” w 2013 i 2015 r.

Ten obszar działalności Habilitantki zasługuje na pozytywną ocenę.

Uczestnictwo w pracach zespołów badawczych i programach europejskich oraz współpraca międzynarodowa

Habilitantka uczestniczyła, po uzyskaniu stopnia doktora w trzech projektach finansowanych w drodze konkursów krajowych lub zagranicznych (Udział Habilitantki w poszczególnych programach badawczych został omówiony także w części „Pozostały dorobek publikacyjny po uzyskaniu stopnia doktora”). W tym jeden z nich był projektem międzynarodowym, w ramach którego była Ona członkiem zespołu. W przypadku dwu projektów krajowych była Ona w jednym głównym - wykonawcą, a w drugim - kierownikiem.

Habilitantka uczestniczyła w jednym programie europejskim finansowanym przez Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego, w Lund w Szwecji oraz pięciokrotnie w ramach programu Erasmus Mobility.

Ponadto była Członkinią dwu zespołów badawczych realizujących projekty badawcze w współpracy z Uniwersytetem w Toruniu oraz Zakładem Finansów Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej, Państwowego Instytutu Badawczego.

Ten obszar działalności Habilitantki zasługuje na nieznacznie pozytywną ocenę.

Konkluzja

Ogólny dorobek dr Magdaleny Jasiniak uważam za:

- a) W obszarze naukowo-badawczym – za pozytywny
- b) W ramach aktywności konferencyjnej – za pozytywny
- c) W ramach współpracy w ramach zespołów badawczych i programów europejskich oraz współpracy międzynarodowej – za pozytywny

co prowadzi do konkluzji, że wypadkowa ocena jest również pozytywna.

Jest to dorobek posiadający wartość naukową, poszerzający istniejący zasób wiedzy, głównie w zakresie empirii. Dorobek ten przyczynia się do rozwoju oraz popularyzacji subdyscypliny, którą można określić jako finanse behawioralne. Należy przy tym podkreślić, że Habilitantka należy do nielicznych badaczy w Polsce, którzy podjęli tematykę badania z zakresu tzw. efektów cenowych na rynku polskim z rozbiciem na decyle oraz przedziały cen akcji. Zwłaszcza, że przed monografią wskazaną jako osiągnięcie naukowe, nie analizowano wcześniej efektów cenowych z perspektywy ceny rynkowej akcji, a zwłaszcza przy odgórnie zdefiniowanych przedziałach cenowych akcji, co ma istotne znaczenie przy uwzględnieniu czynników behawioralnych. Uzyskane przez Autorkę wnioski, oprócz wartości naukowej, niosą również pierwiastek inwestycyjny i mogą być stosowane przy budowie strategii inwestycyjnych, zarówno przez inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych.

Moim zdaniem zbyt mała była, po uzyskaniu stopnia doktora, współpraca Habilitantki z zagranicznymi ośrodkami naukowymi.

Ciężar niektórych mankamentów dostrzeżonych w Jej dorobku, o których wspomniano powyżej, jest jednak zdecydowanie mniejszy od pozytywów, co w konsekwencji rzutuje na pozytywną ocenę całości osiągnięć Habilitantki.

Reasumując: w mojej ocenie dr Magdalena Jasiniak spełnia warunki przedstawione w ustawie z 20 lipca 2018 r. prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. 2018 r. poz. 1668 z późn. zm.) i dlatego też wnoszę o dopuszczenie wniosku Habilitantki do dalszego procedowania w postępowaniu habilitacyjnym w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Z poważaniem

