

Prof. dr hab. Jerzy Węclawski
Katedra Bankowości i Rynków Finansowych
Wydział Ekonomiczny
Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

Lublin, 16.07.2024 r.

Recenzja
rozprawy doktorskiej mgr Magdaleny Lesiak
pt. „Dysfunkcyjne praktyki na rynku kapitałowym w Polsce”
(promotor: dr hab. Monika Bolek, prof. UŁ,
promotor pomocniczy dr Andrzej R. Stopczyński)

1. Zasadność wyboru obszaru badań

W celu umiejscowienia tematyki pracy należy wskazać, że system finansowy w Polsce jest jednoznacznie zorientowany bankowo. Znaczenie rynku kapitałowego w alokacji zasobów finansowych jest zdecydowanie mniejsze niż średnia dla krajów Unii Europejskiej, co nie jest zjawiskiem korzystnym. Ten stan rzeczy ma szereg przyczyn. Można w szczególności rozważać, czy nie jest to w określonej mierze wynikiem występowania na nim określonych dysfunkcji. Kompleksowe badania naukowe w tym zakresie należą ciągle do rzadkości. W tym stanie rzeczy wybór tematyki dysertacji należy uznać za zasadny, istotny poznawczo i praktycznie, zwłaszcza w aspekcie wspierania rozwoju rynku kapitałowego i w konsekwencji zapewnienia optymalnej struktury systemu finansowego w Polsce.

2. Podstawy metodyczne pracy

Cel główny pracy został sformułowany prawidłowo z punktu widzenia postawionego problemu badawczego. Jest on nakierowany na identyfikację dysfunkcyjnych praktyk występujących na polskim rynku kapitałowym oraz, co jest nie mniej ważne, wskazanie metod ich wykrywania. Cel ten został odpowiednio zoperacjonalizowany w ramach pięciu celów szczegółowych. Zmierzają one bowiem do zbudowania klasyfikacji dysfunkcji rynku kapitałowego i pojawiających się na nim dysfunkcyjnych praktyk, ich charakterystyki, oszacowania zakresu występowania oraz wskazania narzędzi przeciwdziałania tym praktykom. Takie spektrum zagadnień pozwala na w miarę kompleksowe ujęcie problemu badawczego.

W pracy przyjęto hipotezę główną zakładającą możliwość identyfikacji dysfunkcyjnych praktyk stosowanych na rynku kapitałowym za pomocą narzędzi dostosowanych do rodzaju


1

nieprawidłowości i podmiotów stosujących dane praktyki. Hipoteza ta została wsparta trzema hipotezami pomocniczymi powiązanymi z zastosowanymi w odniesieniu do danej dysfunkcji narzędziem analitycznym.

Praca oparta jest na niezwykle obszernym przeglądzie literatury polskiej i zagranicznej. Obejmuje on ponad 100 monografii, 250 artykułów naukowych, 160 baz danych, raportów, aktów normatywnych, źródeł internetowych i prasowych. Dobór tych źródeł i ich wykorzystanie w ramach przeprowadzonych badań są prawidłowe.

Wskazane elementy związane z określeniem problemu badawczego, sformułowaniem celów badań i hipotez badawczych, dobór źródeł wiedzy i danych, zastosowane narzędzia badawcze tworzą odpowiednie dla pracy na stopień naukowych doktora w dziedzinie nauk społecznych podstawy metodyczne badań.

3. Prawidłowość konstrukcji rozprawy i jej zawartość merytoryczna

Objętość dysertacji jest odpowiednio dostosowana do przyjętego zamierzenia badawczego. Praca obejmuje 190 stron tekstu zasadniczego oraz wskazaną już obszerną bibliografię, spisy i załączniki. Jej układ jest prawidłowo uporządkowany pod względem sekwencji rozważań od kwestii ogólnych, o charakterze teoretycznym do coraz bardziej szczegółowych i praktycznych z wiązanych z realizacją celów szczegółowych. Trzy pierwsze rozdziały mają właśnie charakter teoretyczny i przeglądowy, rozdział czwarty prezentuje wyniki własnych badań empirycznych, piąty zawiera omówienie sposobów przeciwdziałania dysfunkcyjnym praktykom na polskim rynku kapitałowym. Należy zauważyć, że każdy rozdział rozpoczyna się krótkim wprowadzeniem i kończy podsumowaniem, co przyczynia się do zwiększenia przejrzystości toku wyводу.

W rozdziale pierwszym przedstawiono strukturę organizacyjną polskiego rynku kapitałowego. Uważam, że w punkcie wyjścia podjętych rozważań zabrakło szerszego przedstawienia charakterystyki systemu finansowego w Polsce i wybranych krajach, co pozwoliłoby na lepsze umiejscowienie analiz dotyczących samego rynku kapitałowego. Tymczasem problem ten skwitowano kilkoma zdaniem w podrozdziale pierwszym poświęconym pojęciu rynku kapitałowego. Bliższe przedstawienie znaczenia rynku kapitałowego w gospodarce, stopnia jego rozwoju oraz interpretacja związanych z nim zjawisk niewątpliwie poszerzyłaby perspektywę prowadzonych w pracy rozważań na temat dysfunkcji rynku kapitałowego. Niezależnie od tej uwagi należy stwierdzić, że rozdział pierwszy zawiera standardowy przegląd zagadnień charakteryzujących rynek kapitałowy w Polsce – prezentację klasyfikacji jego struktury organi-

zacyjnej ze wskazaniem liczby uczestników, wartości transakcji, instytucji organizujących obrót instrumentami finansowymi oraz zapewniających ochronę jego uczestników i sprawujących nadzór nad rynkiem, stosowanych na nim norm prawnych i etycznych. Przegląd ten dostarcza podstawowej wiedzy w zakresie organizacji i zasad funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego. Jego słabszą stroną jest ujęcie statyczne, gdyż nieliczne dane i wskaźniki odnoszą się z reguły do roku 2022 bądź 2023 nie dając wyobrażenia o zmianach jakie zachodziły na nim w perspektywie już ponad 30 lat jego istnienia.

W rozdziale drugim podjęto w ujęciu teoretycznym rozważania dotyczące zasadniczego problemu stanowiącego przedmiot badań, tj. dysfunkcji rynku kapitałowego. Jako punkt wyjścia zasadnie zastosowano podejście pozytywne, czyli przedstawiono funkcje rynku kapitałowego, w tym zilustrowany syntetycznym przeglądem danych statystycznych wpływ ich wykonywania przez GPW na rozwój polskiej gospodarki. Doktorantka słusznie powiązała ten problem z efektywnością rynku kapitałowego. Zasadnicze rozważania, oparte na literaturze przedmiotu, dotyczą nieprawidłowości w spełnianiu przez rynek kapitałowy określonych funkcji w gospodarce oraz negatywnych praktyk stosowanych przez jego uczestników. Problematyka ta została przedstawiona w sposób odpowiednio pogłębiony z uwzględnieniem rodzajów dysfunkcji, ich wpływu na rynek, przesłanek określonych zachowań uczestników rynku, reakcji na nie ze strony organów i instytucji sprawujących nadzór nad spółkami i rynkiem. Kwintesencją przeprowadzonych analiz było stworzenie klasyfikacji dysfunkcyjnych praktyk występujących na rynku kapitałowym, co stanowiło dobry punkt wyjścia do ich bliższego opisu i wskazania metod wykrywania stanowiących przedmiot rozważań w rozdziale trzecim. Taka sekwencja i treść rozważań stanowiła kolejne przybliżenie do zasadniczego problemu i stworzenie podstaw teoretycznych do przeprowadzenia badań empirycznych.

W rozdziale trzecim opisano w szczególności działania polegające na udzielaniu nieprawdziwych lub niepełnych informacji, stosowania manipulacji w obrocie instrumentami finansowymi, stosowania oszustw w procesie inwestowania, prania pieniędzy. Omawiając te zjawiska Doktorantka wskazała odpowiednie metody służące do ich wykrywania stosowane przez audytorów, nadzorców i regulatorów rynku. Rozważania przeprowadzone w tym zakresie opierają się w zasadzie jedynie na opisie, bez podania chociażby poglądowych danych dla Polski i innych krajów wskazujących na praktyczny wymiar omawianych praktyk.

W rozdziale czwartym zaprezentowano sposób przeprowadzenia i wyniki własnych badań empirycznych dotyczących dysfunkcyjnych praktyk stosowanych przez uczestników rynku

kapitałowego w Polsce. Należy podkreślić, że badania te miały charakter wielowątkowy, gdyż obejmowały analizę sprawozdań finansowych spółek notowanych na rynku podstawowym GPW i NewConnect, przypadki dotyczące podmiotów wpisanych na listę ostrzeżeń publicznych KNF oraz wolumeny obrotu akcjami spółek notowanych na warszawskiej giełdzie. Dane te obejmowały odpowiednio długie szeregi czasowe. Doboru statystycznych narzędzi badawczych dokonano z uwzględnieniem doświadczeń z badań przeprowadzonych w innych krajach, natomiast analizę ostrzeżeń KNF poszerzono o dotychczas z reguły pomijane ich ujęcie statystyczne. Tak określona metodyka badań i przeprowadzona procedura badawcza uwzględniająca uwarunkowania polskiego rynku kapitałowego uważam za właściwą dla weryfikacji przyjętych w pracy hipotez. Szczególnym wyrazem tego było opracowanie autorskiego modelu służącego do wykrywania oznak manipulacji danymi w sprawozdaniach finansowych. Zastosowanie tego modelu pozwoliło na lepsze zobrazowanie badanego zjawiska. Należy przy tym docenić, że Doktorantka z zachowaniem niezbędnej ostrożności wskazuje, że uzyskane przez nią wyniki wymagają dalszych działań weryfikacyjnych.

Kolejny obszar badań dotyczył dysfunkcyjnych praktyk stosowanych przez pośredników finansowych znajdujący swoje odzwierciedlenie na liście ostrzeżeń publicznych KNF. Ich klasyfikacja w oparciu o kryterium normatywne i wskazanie częstotliwości występowania mają wartość poznawczą, wskazując na potencjalne zagrożenia dla uczestników obrotu na rynku kapitałowym.

Trzecie podejście do identyfikacji i opisu dysfunkcyjnych praktyk występujących na polskim rynku kapitałowym dotyczyło nieprawidłowości w obrocie instrumentami finansowymi poprzez wpływanie na wielkość wolumenu obrotu lub ceny notowanych na rynku walerów. Doktorantka skorzystała w tym zakresie z narzędzi statystycznych opisanych w literaturze przedmiotu i zastosowanych w badaniach przeprowadzonych w innych krajach. Wyniki otrzymane dla rynku polskiego wskazują na konieczność zachowania dużej ostrożności przy ich interpretacji w kontekście występowania nieprawidłowości w obrocie instrumentami finansowymi.

Podsumowując, badania empiryczne przeprowadzone przez Doktorantkę i zaprezentowane w rozdziale czwartym pozwoliły na pozytywną weryfikację wszystkim hipotez pomocniczych i w konsekwencji także hipotezy głównej.

Za zasadne dla stworzenia w miarę pełnego obrazu problemów badanych w pracy uważam uwzględnienie zamykającego ją rozdziału poświęconego przedstawieniu działań podejmowanych przez GPW i KNF mających na celu przeciwdziałanie dysfunkcyjnym praktykom występującym na rynku kapitałowym. Pozwoliło to nie tylko na wskazanie w pracy, że tego typu nieprawidłowości mają miejsce, ale następuje reakcja na nie ze strony odpowiednich organów publicznych i podmiotów branżowych.

4. Strona formalna pracy

Praca spełnia wymagania formalne stawiane dysertacjom na stopień naukowy doktora. Została sporządzona poprawnie pod względem stylistyczno-językowym, z zachowaniem ogólnie przyjętych zasad powoływania źródeł, sporządzania bibliografii, spisów, opisu tabel i rysunków i innych wymagań technicznych.

5. Ocena podsumowująca

Przeprowadzone przez Doktorantkę badania i zaprezentowane w recenzowanej rozprawie ich wyniki pozwalają na stwierdzenie, że przyczyniły się one w dużym stopniu do ograniczenia luki badawczej w zakresie identyfikacji i oceny skali dysfunkcyjnych praktyk występujących na polskim rynku kapitałowym. Tym samym praca ma walor oryginalności i poszerza wiedzę w zakresie dyscypliny ekonomia i finanse. Doktorantka wykazała się dobrą wiedzą teoretyczną, która stanowiła podstawę zaplanowania i przeprowadzenia procedury badawczej z wykorzystaniem zaawansowanych metod statystycznych. Twórczą wartość pracy podnosi zaproponowanie autorskiego narzędzia badawczego służącego do analizy dysfunkcyjnych praktyk dostosowanego do warunków rodzimego rynku kapitałowego. Cele przyjęte w pracy zostały zrealizowane. Rozprawa doktorska mgr Magdaleny Lesiak pt. „Dysfunkcyjne praktyki na rynku kapitałowym w Polsce” spełnia w mojej ocenie wymagania określone w art. 179 ust. 7 ustawy z dnia 3 lipca 2018 r. Przepisy wprowadzające ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. 2018 r. poz. 1669) oraz art. 187 ust. 1 i 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. (Dz. U. 2023 poz. 742). Na tej podstawie występuję do Komisji Uniwersytetu Łódzkiego do spraw stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse o jej przyjęcie jako pracy doktorskiej w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz dopuszczenie do publicznej obrony.

prof. dr hab. Jerzy Węclawski