

Wrocław, 1. 12. 2015 r.

Prof. dr hab. Adam Kosiński

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Katedra Finansów Przedsiębiorstwa i Zarządzania Wartością

RECENZJA

rozprawy doktorskiej mgr Marty Moniki Juszczyk

pt. „Ekonomiczno-finansowe uwarunkowania kształtowania się kursów akcji spółek przemysłowych”

Problem identyfikacji determinant kursów akcji na giełdzie i powiązania ich z ogólną sytuacją na rynku kapitałowym, która następnie rzutuje na koniunkturę gospodarczą kraju i tym samym na stan finansów państwa jest ciągle aktualny a w związku z turbulencjami jakim poddany jest rynek giełdowy jeszcze bardziej przybrał na znaczeniu. Do tej pory nie udało się wypracować obiektywnych, syntetycznych miar czy modeli, które pozwalałyby dokonać trafnej oceny wpływu bieżącej sytuacji finansowo-ekonomicznej firm i sytuacji makroekonomicznej a także zmian koniunktury giełdowej na świecie na notowania akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Efektywność funkcjonujących na rynku metod i modeli oceny wpływu kondycji finansowej spółek jak i sytuacji makroekonomicznej oraz zmian na ważniejszych giełdach światowych na koniunkturę giełdową w kraju okazała się niewystarczająca. Pomimo wielu opracowań na ten temat, problem wydaje się w dalszym ciągu nierozwiązany i istotny zarówno dla teorii jak i praktyki gospodarczej.

Właśnie w nurcie tych badań mieści się recenzowana przeze mnie praca doktorska, w której do oceny i modelowania wpływu wyselekcjonowanych determinant na kursy akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie w wybranych czterech sektorach przemysłowych, tj. budownictwa, przemysłu elektromaszynowego, spożywczego i metalowego Doktorantka wykorzystała stosowane w badaniach naukowych metody statystyczno-ekonometryczne a także metodę wywiadu, której wyniki zostały opracowane w formie kwestionariusza-ankiety. Należy podkreślić, że zarówno w

Polsce jak i na świecie są prowadzone i były także w przeszłości badania związane z uwarunkowaniami funkcjonowania rynku giełdowego i determinant notowań giełdowych na co zwraca uwagę Autorka dysertacji prezentując w pracy w rozdziale 1 wyniki dość starannie przeprowadzonych studiów literaturowych.

Reasumując stwierdzam, że problematyka stanowiąca przedmiot rozważań odpowiada randze rozprawy doktorskiej, jest niezwykle aktualna i trudna a jej znaczenie będzie systematycznie rosło w warunkach gospodarki rynkowej i stale wzrastającej roli rynku giełdowego na świecie i w Polsce. Autorka zajęła się w pracy modelowaniem wpływu wybranych determinant na notowania kursów akcji w sektorach przemysłowych w latach 2008-2012 na GPW w Warszawie, koncentrując swoją uwagę na modelach korelacji i regresji, doborze odpowiednich zmiennych do modeli z elementami statystycznego testowania.

Realizacji głównego celu rozprawy jest podporządkowana jej wewnętrzna struktura oraz układ pracy. Praca składa się ze wstępu, pięciu zasadniczych rozdziałów, podsumowania i wniosków, spisu literatury, spisu tabel i rysunków oraz aneksu. Kolejność poszczególnych rozdziałów jest zgodna z logicznym następstwem omawianych zagadnień.

Praca jest bardzo dobrze udokumentowana, zawiera aż 506 pozycji literatury (w tym spora część w j. angielskim) i dodatkowo kilkanaście adresów stron internetowych, 17 rysunków, 91 tabel, kilka załączników. Praca ma charakter teoretyczno-empiryczny, w której Autorka przedstawiła przegląd literaturowy omawianych zagadnień a także przeprowadzonych badań w tym zakresie oraz wykorzystała wybrane metody statystyczno-ekonometryczne do własnych badań mających na celu ocenę wpływu zidentyfikowanych ekonomiczno-finansowych uwarunkowań na kształtowanie się kursów akcji spółek przemysłowych notowanych na GPW w Warszawie.

W krótkim jak na pracę doktorską - w mojej ocenie - wstępie Doktorantka uzasadniła motywy podjęcia tematu pracy, sformułowała cel główny i cele szczegółowe, postawiła główną hipotezę badawczą oraz dwie hipotezy pomocnicze, które są poddane weryfikacji w pracy. Zarówno cele jak i hipotezy badawcze zostały sformułowane prawidłowo jednakże nie należą one do odkrywczych ale mogą podlegać weryfikacji zwłaszcza w kraju, w którym giełda ciągle jeszcze ewoluuje w kierunku rozwiniętych rynków kapitałowych.

W pracy wyraźnie widoczne są dwa aspekty. Pierwszy aspekt teoretyczno-metodyczny opisany jest w rozdziałach 1 - 3, natomiast drugi aspekt badawczy w

podrozdziale 3.3 oraz rozdziałach 4 i 5 w oparciu o bogaty materiał empiryczny zgromadzony przy pomocy rozesłanych kwestionariuszy wywiadu, danych z GPW w Warszawie, danych GUS, Eurostatu, giełd europejskich i światowych, systemu informacyjnego Bloombergu i in. ilustrowany licznymi tabelami a także zestawieniami wyników obliczeń, dokonanych różnymi metodami.

Rozdział pierwszy ma charakter wprowadzający, w którym Doktorantka przedstawiła na wstępie istotę i funkcje rynku kapitałowego zwracając uwagę na czynniki zewnętrzne, sytuację finansowo-ekonomiczną spółek oraz czynniki behawioralne jako determinanty kształtowania się kursów akcji. Następnie Autorka przedstawiła pojęcie efektywności rynku kapitałowego oraz obszernie omówiła badania z tego zakresu ze szczególnym uwzględnieniem efektywności informacyjnej GPW w Warszawie. Należy podkreślić przeprowadzone bardzo starannie studia literaturowe, w których moim zdaniem nie zabrakło najważniejszych publikacji zarówno krajowych jak i zagranicznych a ilość przypisów świadczy o dociekliwości i pracowitości Doktorantki. Chociaż z drugiej strony momentami wydaje mi się, że rozważania dotyczące efektywności informacyjnej rynków akcji oraz anomalii rynków wykraczają w pewnym stopniu poza tematykę rozprawy. Ta część pracy świadczy jednakże o bardzo dobrym przeglądzie Doktorantki w zakresie dotychczas przeprowadzonych badań nad uwarunkowaniami ekonomiczno-finansowymi kształtowania się kursów akcji.

W rozdziale 2 poświęconym prezentacji rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych Autorka omówiła najpierw sytuację ekonomiczno-gospodarczą Polski w badanych latach tj. 2008-2012 by następnie przedstawić rozwój rynku akcji na GPW od początku funkcjonowania giełdy w Polsce oraz pozycję polskiej giełdy w odniesieniu do giełd europejskich a także ujęcie sektorowe spółek notowanych na GPW w Warszawie. Biorąc pod uwagę zakres czasowy prezentowanych danych empirycznych dotyczących GPW i sytuacji makroekonomicznej Polski wydaje się zasadnym było przestawić kolejność podrozdziałów 2.1 i 2.2 i najpierw omówić rozwój GPW w okresie 25 lat istnienia a następnie pozostałe kwestie, które dotyczą okresu modelowania wpływu determinant na notowania kursów akcji.

Doktorantka w rozdziale trzecim opisała aparat metodyczny zastosowany w pracy, omówiła źródła i zakres danych empirycznych a także scharakteryzowała ocenę sytuacji finansowej 4 sektorów przemysłowych składających się ze spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008-2012 za pomocą wybranych grup wskaźników, które następnie zostały poddane badaniom w kolejnych rozdziałach pracy. W rozdziale tym na

s.152 niezbyt zrozumiale przedstawiono formułę liczenia przeciętnych wskaźników stóp zwrotu i kryteria podziału na grupy biorąc pod uwagę kwartyle przeciętnych stóp zwrotu w 4 badanych sektorach spółek przemysłowych a także niejasno Autorka opisała sposób eliminowania zmiennych w celu ustalania zbioru potencjalnych zmiennych (s.156). Uwaga generalna dotycząca rozdziału 3 jest następująca: w sposób skrótowy i niezbyt zrozumiały zostały przedstawione metody przetwarzania danych empirycznych (pkt 3.2). Przykładowo na s. 160 niezrozumiale jest zdanie: „Dane kwartalne zostały przeliczone na dane dzienne z użyciem metody trendu liniowego, co pozwoliło na połączenie dziennych notowań ze wskaźnikami finansowymi”. Takich zdań w tym podrozdziale jest więcej. Opisuując następnie metodę tabelaryczno-opisową (tak nazywa ją Autor) a jest to metoda ankietowa niezbyt precyzyjnie podano ile ankiet zwrotnych otrzymano? jaka była populacja generalna?, jak dobrano ankietowanych? Podrozdział 3.3 dotyczy charakterystyki badanych przedsiębiorstw przeprowadzonej na bazie wskaźników finansowych za lata 2008-12 za pomocą dwóch miar statystycznych tj. średniej wartości w badanych latach i indeksu dynamiki wyrażonego wartością wskaźników z 2012 roku do wartości z 2008 roku w poszczególnych sektorach przemysłowych. Wskaźniki zostały dobrane i obliczone prawidłowo, także analiza i komentarz jest poprawny ale nie dostrzegam wykorzystania tych wyników w dalszych rozważaniach w pracy.

Rozdział czwarty jest empiryczny, w którym Doktorantka przedstawiła wyczerpujące i ciekawe wyniki przeprowadzonego badania ankietowego, które jest ściśle związane z głównym nurtem badań a także celem i hipotezami pracy. Odpowiedzi z kwestionariuszy zostały pogrupowane i zestawione w tabelach a także prawidłowo zinterpretowane. Charakteryzując w podrozdziale 4.1. badanych respondentów Autorka podaje tylko udział procentowy w poszczególnych grupach respondentów, z którego nie można wywnioskować ile było wypełnionych kwestionariuszy uwzględnionych w badaniach.

W rozdziale 5 chyba najważniejszym Doktorantka podjęła próbę wykorzystania omówionych w rozdziale 3 metod do weryfikacji hipotez badawczych na przykładzie zgromadzonych danych empirycznych. Tytuł tego rozdziału wydaje się zawężony, gdyż Autorka nie ogranicza się tylko do oceny wpływu sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek na notowania akcji ale bada także wpływ koniunktury i jej zmienności na notowania kursów akcji. Jak jest powiązanie badań przeprowadzonych w podrozdziale 3.3 a badań w podrozdziale 5.2? Dalej jak na podstawie tabel w 5.2.1, 5.2.2, 5.2.3 można wnioskować o dodatniej bądź ujemnej zależności? Jak czytać te tabele? W odniesieniu do

podrozdziałów 5.3 i 5.4. pojawia się wątpliwość czy wszystkie wymienione w rozdziale 3 metody zostały tutaj zastosowane?

Z dokonanego przeglądu zawartości poszczególnych rozdziałów pracy - pomimo wielu uwag dyskusyjnych - wynika, że w rozprawie został przedstawiony kompleksowo problem oceny wpływu determinant kursów akcji na ich notowania giełdowe na GPW w Warszawie z wykorzystaniem modeli statystyczno-ekonometrycznych i badania ankietowego. Kolejność rozdziałów z drobnym wyjątkiem jest prawidłowa, a omawiana problematyka jest powiązana merytorycznie.

W recenzowanej rozprawie można wskazać trzy nurty rozważań: teoretyczny oparty o najnowszą literaturę z zakresu omawianego problemu, metodyczny prezentowany w postaci modeli badania wpływu sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek przemysłowych, czynników makroekonomicznych i koniunktury na światowych parkietach na kształtowanie się kursów akcji wybranych sektorów przemysłowych na GPW w Warszawie a także aplikacyjny wyrażający się próbą zastosowania tego modelu dla polskich spółek giełdowych. Ważnym walorem pracy jest jej interdyscyplinarność, która wyraża się umiejętnym łączeniem wiedzy z zakresu finansów i rachunkowości ze statystyką i ekonometrią wspartą narzędziami informatycznymi.

Oprócz drobnych usterek (opuszczanie liter lub błędne litery), niezgrabnych sformułowań (np. s. 158 model wolatylności, s. 162 szeregi dynamiczne) przy studiowaniu rozprawy doktorskiej mgr Marty Moniki Juszczyk nasunęły mi się - oprócz pytań sformułowanych przy omawianiu rozdziałów pracy - następujące 2 kwestie dyskusyjne, wykraczające poza stan obecny pracy:

- jak Pani zdaniem można odnieść zweryfikowane hipotezy badawcze i wnioski wpływające z nich na okres przed 2008 rokiem oraz na lata po 2012 roku?

- czy wykorzystane w pracy w badaniach determinanty wyczerpują zagadnienie i w jakim kierunku chciałaby Pani poprowadzić badania w przyszłości?

Zgłoszone uwagi w większości mają charakter dyskusyjny i nie wpływają na jednoznacznie pozytywną ocenę pracy doktorskiej mgr Marty Moniki Juszczyk. Rozprawa ta odznacza się bowiem wysokim poziomem naukowym, przy pisaniu której Autorka wykorzystwała bardzo aktualną literaturę, ściśle powiązaną z tematem pracy, wykazując się przy tym dużą znajomością problematyki modelowania determinant kształtowania się kursów akcji. Rozważania teoretyczne zostały udokumentowane dobrze przeprowadzonymi badaniami na starannie dobranym, bogatym materiale empirycznym

charakteryzującym sytuację finansową spółek giełdowych i przedsiębiorstw w Polsce. Wkład Doktorantki w dyscyplinę finanse można określić następująco:

- dokonanie ciekawego - aczkolwiek wykraczającego trochę poza główny wątek pracy - przeglądu problemów teoretycznych i metodologicznych związanych z modelowaniem determinant kształtowania się kursów akcji;
- wybór i prawidłowe wykorzystanie metod statystyczno-ekonometrycznych do weryfikowania hipotez badawczych na podstawie obszernego materiału empirycznego zgromadzonego w wyniku przeprowadzonych ankiet a także pochodzącego z innych źródeł statystycznych, krajowych i zagranicznych.

Doktorantka w stopniu zadowalającym zrealizowała postawione we wstępie cele pracy i zweryfikowała hipotezy badawcze o zróżnicowanym wpływie sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek czy też czynników makroekonomicznych i koniunktury na wiodących światowych parkietach giełdowych na kształtowanie się kursów akcji spółek przemysłowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Praca nie jest obszerna, napisana zrozumiałym językiem, starannie ilustrowana i udokumentowana licznymi zestawieniami wyników, wywody są klarowne i logiczne.

W podsumowaniu pragnę wyrazić przekonanie, że praca mgr Marty Moniki Juszczyk pt.: „Ekonomiczno-finansowe uwarunkowania kształtowania się kursów akcji spółek przemysłowych” odpowiada wymogom ustawy o tytule i stopniach naukowych i wnoszę o dopuszczenie jej do publicznej obrony.

Wrocław, 1 grudnia 2015 r.

