

Prof. dr hab. Wanda Ronka-Chmielowiec

Wyższa Szkoła Handlowa we Wrocławiu

RECENZJA

Rozprawy doktorskiej Pt. *"Determinanty fundamentalnych anomalii inwestycyjnych w aspekcie hipotezy efektywności rynku kapitałowego na polskich rynkach New Connect i GPW"* napisanej przez Pana Tomasza Wyludę pod kierunkiem prof. dr hab. Włodzimierza Szkutnika w Uniwersytecie Ekonomicznym w Katowicach na Wydziale Ekonomii

1. Uwagi wprowadzające

Hipoteza rynków efektywnych sformułowana w 1970 roku przez Eugenie E. Fama, zgodnie z którą w każdej chwili ceny papierów wartościowych w pełni odzwierciedlają wszystkie informacje dostępne na ich temat, ciągle nurtuje i tematyka związana z tą problematyką jest wybierana jako problem badawczy wśród wielu analityków i badaczy rynku kapitałowego. Polski rynek kapitałowy, który jest ciągle w fazie rozwoju, funkcjonuje już prawie 30 lat jest jednym z lepiej rozwiniętych rynków Europy Środkowo-Wschodniej, jednak do czołowych rynków kapitałowych krajów wysoko rozwiniętych dzieli go duży dystans. Pomimo tego faktu podejmowane są ciągle badania i analizy dotyczące inwestowania na polskim rynku kapitałowym za pośrednictwem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Problematyka badawcza przygotowanej rozprawy doktorskiej jest związana z badaniami nad anomaliami inwestycyjnymi w aspekcie hipotezy efektywności rynku kapitałowego na polskich rynkach New Connect i Giełdzie Papierów Wartościowych. W związku z tym, że GPW w Warszawie jest stosunkowo młodą giełdą, stąd ograniczona jest baza danych historycznych, co powoduje że badania nad anomaliami inwestycyjnymi prowadzone były w ograniczonym zakresie. Badania te opierały się przeważnie na analizie stóp zwrotu bądź stosowano wybrane miary efektywności inwestowania. Zatem można stwierdzić, że badania były niepełne i nie dawały w pełni obrazu możliwości inwestycyjnych w ujęciu historycznym. Należy zwrócić uwagę na fakt, że różne miary efektywności inwestycyjnej mogą dawać różne wyniki. Zatem pojawia się potrzeba poszerzenia zakresu wykorzystywanych miar i ich szersza interpretacja. Takie

zadania postawił sobie Doktorant przygotowując swoją rozprawę doktorską. Jednocześnie dotychczasowe badania ograniczały się do rynku głównego GPW. Doktorant poszerzył te badania do analizy anomalii na rynku New Connect, który pojawił się później i odgrywa coraz większą rolę w zakresie inwestycji kapitałowych.

Autor przede wszystkim skoncentrował się na badaniu anomalii C/Z i C/WK. Badania dotyczyły zarówno rynku głównego GPW i rynku New Connect, czyli małych spółek. Badania te miały poszerzyć dotychczasową wiedzę na temat tych obu anomalii na rynku polskim.

Biorąc pod uwagę powyższe spostrzeżenia można stwierdzić, że temat i obszar badawczy jest ważny, aktualny, przyszłościowy i nie do końca zbadany, stąd w pełni uzasadnione jest podjęcie takiej problematyki badawczej. W pracy Autor zaproponował autorską miarę efektywności oraz duża część pracy zawiera empiryczne badania własne Doktoranta w oparciu o aktualne dane historyczne za ostatnie lata.

2. Ocena formalna pracy

Praca napisana została na 311 stronach, w tym wstęp, sześć rozdziałów, zakończenie (264 strony), wykaz ważniejszych oznaczeń, bibliografia, spis wykresów i rysunków oraz 2 załączniki. We wstępie Autor uzasadnia wybór swoich badań, obszaru badawczego i wprowadza czytelnika w tematykę efektywności inwestycyjnej i informacyjnej rynków kapitałowych, określił cel badawczy, postawił hipotezy oraz omówił zakres i konstrukcję pracy. Główny cel badawczy postawiony przez Autora to:

Zbadanie wybranych czynników mogących mieć wpływ na występowanie anomalii fundamentalnych na polskich rynkach akcji GPW w Warszawie oraz New Connect.

Hipoteza główna postawiona przez Doktoranta jest następująca:

Istnieją zależności między wybranymi czynnikami fundamentalnymi a anomaliami C/Z i C/WK.

Ponadto Autor postawił następujące hipotezy badawcze:

- Anomalie C/Z i C/WK są bardziej widoczne dla akcji spółek małych (sWIG80) i bardzo małych (NCI) niż dla akcji spółek dużych (WIG20) i średnich (mWIG40).
- Istnieją czynniki ekonomiczne, które oddziałują na występowanie anomalii C/Z i C/WK.
- Występują różnice w sile występowania anomalii C/Z i C/WK w poszczególnych sektorach gospodarki.

- Występuje efekt „dodawania się anomalii”, tj. można wykorzystać anomalie C/Z i C/WK w połączeniu z innymi anomaliami informacyjnymi do budowy strategii, która osiąga ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne.
- W wyniku konwergencji gospodarczej Polski w stosunku do krajów wyżej rozwiniętych następuje upodobnienie się determinant anomalii C/Z i C/WK.

Celem pracy było wyjaśnienie, czy w wyniku konwergencji gospodarczej Polski względem krajów wyżej rozwiniętych następuje upodobnienie się determinant anomalii C/Z i C/WK. Wyeliminowanie anomalii może wspomóc efektywniejszą alokację zasobów w polskiej gospodarce. Badania przeprowadzone w pracy mają wartość aplikacyjną, gdyż mogą służyć inwestorom, jak również instytucjom kontrolującym rynek finansowy w Polsce.

Praca składa się z sześciu rozdziałów. Zauważyć należy, że praca została napisana logicznie i czytelnie, gdyż każdy rozdział składa się z części wstępnej, podrozdziałów zasadniczych oraz podsumowania.

Dwa pierwsze rozdziały mają charakter wprowadzający w dalsze rozważania. Cztery następne rozdziały zawierają wyniki badań empirycznych przeprowadzonych przez Doktoranta.

Rozdział pierwszy zatytułowany „Przegląd literatury” zawiera fundamentalne założenia hipotezy rynków efektywnych, model wyceny rynków kapitałowych i charakterystykę podstawowych pojęć i dotychczasowy dorobek z tego obszaru. Dla dalszych celów badawczych anomalie rynkowe podzielono na 4 grupy: anomalie kalendarzowe, anomalie związane z reakcją rynków na otoczenie, anomalie zdarzeń korporacyjnych, anomalie związane z charakterystyką spółek. Na zakończenie tego rozdziału Autor zestawiał w tabeli występowanie wybranych anomalii na polskich giełdach akcji.

Rozdział drugi poświęcony jest „Metodyce badań”. Tutaj Doktorant opisał metody, które będzie stosował oraz uzasadnił wybór grupy badawczej i omówił metody liczenia wskaźników C/Z i C/WK. W dalszej części rozdziału skoncentrował się na metodach mierzenia efektywności inwestowania, dokonując przeglądu literaturowego tych najczęściej stosowanych miar. Jednocześnie skomentował pewne cechy charakterystyczne tych miar, jak również ich zalety i wady. Wyróżnił tutaj ryzyko systematyczne i ryzyko niesystematyczne. W rozdziale tym zaprezentował autorską miarę oceny efektywności inwestowania.

Jak widać te dwa pierwsze rozdziały stanowią dobrą bazę do dalszych rozważań i prowadzonych badań.

Następne rozdziały mają charakter badawczy.

Rozdział trzeci zatytułowany „Występowanie anomalii cena/zysk i cena/wartość księgową” zawiera badania nad występowaniem różnic w anomaliach rynkowych w poszczególnych indeksach giełdowych. Ponadto Autor badał, czy poszczególne indeksy charakteryzują się różną efektywnością informacyjną. Spółki wchodzące w skład poszczególnych indeksów giełdowych różnią się między sobą. Podstawowe różnice to kapitalizacja rynkowa i wielkość obrotów akcji. Polityka inwestycyjna spółek jest narzucana przez ograniczenia inwestycyjne. Inaczej zachowują się spółki duże, które mają inne strategie, niż spółki małe i średnie, co wpływa na występowanie anomalii rynkowych. Zatem w poszczególnych podrozdziałach poddano analizie anomalie C/Z i C/WK oddzielnie dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG20, mWIG40 i sWIG80 oraz spółek wchodzących w skład indeksu NCI. Wyniki badań zostały przedstawione w tabelach oraz zilustrowane na rysunkach, jak również skomentowane.

W rozdziale czwartym Autor zbadał wpływ czynników mikroekonomicznych na anomalie cen/zysk i cena/wartość księgową. Do czynników mikroekonomicznych Doktorant zaliczył : zadłużenie, płynność, dynamikę sprzedaży, marżę na sprzedaży, dynamikę zysku netto, rentowność operacyjną i przepływy pieniężne. Są to czynniki o charakterze finansowym, brakuje innych czynników mikroekonomicznych takich jak np. zachowania inwestycyjne (czynniki behawioralne), przydałoby się uzasadnić wybór tych czynników. Badaniami objęto wszystkie spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i New Connect w latach 2009-2017. Zbadano wpływ wszystkich wybranych poszczególnych czynników na anomalie C/Z i C/WK na efektywność informacyjną i efektywność inwestycyjną, wyniki badań zestawiono w tabelach w podsumowaniu rozdziału.

W następnym rozdziale piątym Doktorant przeprowadził badania dotyczące występowania anomalii C/Z i C/WK w poszczególnych sektorach gospodarki. Ponadto dodatkowo zbadał jaki wpływ miały niektóre wydarzenia gospodarcze takie jak zmiany w funkcjonowaniu Otwartych Funduszy Emerytalnych, luzowanie polityki pieniężnej, kryzys w strefie euro i inne na siłę oddziaływania anomalii. Do badań wybrano następujące sektory: bankowy, deweloperski, chemiczny, drzewny i papierniczy, hutniczy i metalowy, paliwowy oraz spożywczy. Na zakończenie rozdziału skomentowano i zestawiono otrzymane wyniki oraz przedstawiono różnice pomiędzy poszczególnymi sektorami dotyczące efektywności informacyjnej i inwestycyjnej. Wyniki badań przedstawiono w tabelach i zilustrowano na rysunkach. Ryzyko poszczególnych strategii mierzono za pomocą następujących miar: odchylenie standardowe, semiodchylenie standardowe, miara autorska, maksymalne

obsunięcie kapitału, średnie obsunięcie kapitału, miara beta. Do mierzenia efektywności inwestowania wykorzystano miary skorygowane o ryzyko.

Rozdział szósty zawiera badania zależności między anomaliami cena/zysk i cena/wartość księgową a pozostałymi anomaliami informacyjnymi. Głównym celem tego rozdziału było znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy anomalie sumują się, tzn. wybierając strategię inwestycyjną opartą na kilku anomaliami można uzyskać ponadprzeciętne wyniki inwestycyjne. Brano tutaj pod uwagę następujące anomalie: „efekt stycznia i efekt grudnia”, „sprzedaj w maju”, „anomalie małych spółek”, „efekt spółek dywidendowych”, anomalie związane z ponadprzeciętnymi stopami zwrotu ze spółek dywidendowych. Podsumowanie zawiera wnioski z analizy zależności pomiędzy poszczególnymi nieefektywnościami.

Zakończenie zawiera zebranie wszystkich wcześniej zaprezentowanych badań. Wniosek jest następujący: że anomalie zaprezentowane w pracy jednoznacznie sugerują, że rynek kapitałowy w Polsce nie jest efektywny informacyjnie i można wykorzystać różnego rodzaju anomalie rynkowe do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

Warto również zwrócić uwagę, na bardzo bogatą bibliografię, która zawiera 222 pozycje zarówno krajowe, jak i zagraniczne, przeważnie bardzo aktualne i kilka pozycji internetowych.

Od strony formalnej praca napisana jest w miarę starannie, struktura jest logiczna, język jest poprawny, prawidłowo ponumerowane są tabele i rysunki, podane są źródła, zastosowane metody badawcze są poprawne, prawidłowo wykorzystywane. Rozważania i prezentacje badań przedstawione zostały w sposób czytelny i klarowny.

3. Ocena merytoryczna rozprawy

Problematyka badawcza rozprawy doktorskiej jest z pewnością ważna, analiza dokonana w pracy pozwoliła dołożyć kolejny element do dyskusji nad efektywnością rynków kapitałowych. Można zatem stwierdzić, że wybór tematu jest bardzo trafny i uzasadniony, gdyż jest to zagadnienie naukowe oryginalne i ciągle warte badań zwłaszcza w oparciu o dane empiryczne pochodzące z polskiego rynku kapitałowego.

Cel, który został określony we wstępie, można stwierdzić, że został osiągnięty. Hipotezy zostały zweryfikowane.

Lektura pracy nasunęła kilka kwestii dyskusyjnych i uwag o charakterze raczej technicznym:

- Pomimo, że Autor skoncentrował się na wpływie czynników mikroekonomicznych na anomalie giełdowe cen/zysk i cena/wartość księgową, to przydałoby się kilka

uwag o czynnikach makroekonomicznych, może w rozdziale czwartym, które również wpływają na wyniki giełdowe, nie podlegałyby badaniu, bo jest to o wiele trudniejsze, jednak trzeba je uwzględnić, można byłoby przedstawić krótką dyskusję,

- Na str. 12 występują błędy we wzorze,
- Na str. 52 przyjęto dla celów badań stopę zwrotu wolną od ryzyka 3%, przydałoby się uzasadnić ten wybór.

Obecnie pragnę zaznaczyć pozytywne i wyróżniające cechy przygotowanej rozprawy doktorskiej:

- Oryginalny, i ciągle aktualny obszar badawczy rozprawy,
- Głębokie studia literaturowe, bogate źródła bibliograficzne głównie zagraniczne i aktualne,
- Bardzo logiczna struktura pracy i przejrzystość rozważań i prezentacji wyników badań,
- Badania autorskie zarówno o charakterze przeglądowym, zaproponowanie autorskiej miary ryzyka jak również empirycznym, zwłaszcza w rozdziałach trzecim, czwartym, piątym i szóstym.
- Bardzo dobry warsztat badawczy, nie budzący wątpliwości, oparty o narzędzia statystyki opisowej i teorii ryzyka, który świadczy o dobrych predyspozycjach na przyszłość do pracy naukowej,
- Dobrze określone wnioski i właściwie udokumentowane,
- Bardzo przejrzysta prezentacja badań i dobry komentarz
- Poprawny i przejrzysty tekst.

Przygotowaną rozprawę doktorską oceniam bardzo wysoko, gdyż jest ona dowodem na dobre przygotowanie Doktoranta do dalszych badań naukowych.

W związku z powyższym wnioskuję o wyróżnienie rozprawy stosowną nagrodą.

1. Wnioski końcowe

Moja ostateczna ocena rozprawy jest jednoznacznie pozytywna. Doktorant wykazał się bardzo dobrym przygotowaniem teoretycznym i metodologicznym oraz umiejętnością prowadzenia badań. Dobrze określił problem badawczy i cel, który osiągnął. Przygotowana rozprawa doktorska stanowi pewien wkład do ekonomii w obszarze badań nad efektywnością

rynków kapitałowych. Zatem zgodnie z aktualną Ustawą o stopniach i tytule naukowym zgłaszam wniosek do Wydziału Ekonomii Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach o dopuszczenie do publicznej obrony

Wrocław, 26 czerwca 2019r.

Prof. dr hab. Wanda Ronka-Chmielowiec

