

Załącznik 3
do wniosku o wszczęcie postępowania habilitacyjnego z dnia 16 kwietnia 2019 r.

Autoreferat
przedstawiający opis dorobku i osiągnięć naukowych

dr Marek Jerzy Pauka

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Finansów

WROCLAW 2019



Spis treści

I. Imię i nazwisko.....	3
II. Posiadane dyplomy i stopnie naukowe.....	3
III. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu w jednostkach naukowych.....	4
IV. Wskazanie osiągnięcia wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. 2017 r. poz. 1789):	4
4.1. Tytuł osiągnięcia naukowego.....	4
4.2. Autorzy, tytuł publikacji, rok wydania, nazwa wydawnictwa, recenzenci wydawniczy)	4
4.3. Omówienie celu naukowego/artystycznego ww. pracy/prac i osiągniętych wyników wraz z omówieniem ich ewentualnego wykorzystania.....	5
V. Pozostałe osiągnięcia naukowo - badawcze.....	17
5.1 Podsumowanie dotychczasowego dorobku naukowego – ścieżka rozwoju naukowego.....	17
5.2. Szczegółowe omówienie prowadzonych badań naukowych	17
5.3. Inne osiągnięcia naukowo – badawcze – podsumowanie	28
5.4. Podsumowanie.....	30
VI. Opis działalności organizacyjnej, dydaktycznej i popularyzującej naukę.....	32
6.1. Działalność organizacyjna	32
6.2. Działalność dydaktyczna	34
6.3. Działalność popularyzująca naukę	37



I. Imię i nazwisko

Marek Pauka

II. Posiadane dyplomy i stopnie naukowe

Poniżej przedstawiłem zestawienie informacji o posiadanych dyplomach / stopniach naukowych uzyskanych w edukacji formalnej i pozaformalnej:

Rok	Posiadane dyplomy/ stopnie naukowe (informacje szczegółowe)
2005	Stopień doktora nauk ekonomicznych nadany uchwałą Rady Wydziału Gospodarki Narodowej Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu (obecnie Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wydział Nauk Ekonomicznych) z dnia 24 listopada 2005 roku Tytuł rozprawy doktorskiej: Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce Promotor: dr hab. Marek Łyszczak, prof. UE we Wrocławiu Recenzenci: prof. dr hab. Gabriela Łukasik, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach dr hab. Jacek Uchman, prof. UE we Wrocławiu, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
2001	Dyplom ukończenia 5-letnich dziennych studiów magisterskich na Wydziale Gospodarki Narodowej Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu (obecnie Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wydział Nauk Ekonomicznych), kierunek: Finanse i Bankowość Tytuł pracy: Operacje otwartego rynku w Polsce Promotor: prof. dr hab. Ryszard Broszkiewicz II miejsce wśród absolwentów Wydziału Gospodarki Narodowej w roku 2001 przyznawane przez organizację studencką WIGGOR Otrzymałem również indywidualne stypendium za wyniki w nauce od firmy INSERT. W trakcie studiów odbyłem praktyki w Narodowym Banku Polskim (Departament Operacji Otwartego Rynku u dr. Piotra Szpunara), w Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisji Nadzoru Finansowego), gdzie przygotowałem raport o kosztach prospektów emisyjnych) oraz na Giełdzie Papierów Wartościowych. W trakcie studiów kierowałem studenckim Kołem Naukowym Rynku Kapitałowego „Hossa Procapital”.
2018	Certyfikat Tutora wystawiony przez Collegium Wratislaviense, potwierdzający ukończenie 64-godzinnego kursu certyfikującego Szkoły Tutorów Akademickich Collegium Wratislaviense w ramach Eksperckiego Szkolenia z Tutoringu, realizowanego 29.01.-08.02.2018 r.
2011	Szkola Tutorów - Mistrzów prowadzona przez firmę doradczo-szkoleniową „Moderator” obejmująca 48-godzinny cykl zajęć warsztatowych i 14-godzinną symulację pt. „Massawa”
2010	Szkola Trenerów prowadzona przez firmę doradczo-szkoleniową „Moderator” obejmująca 64-godzinny cykl szkoleń
2003	Studium Pedagogiczne w Akademii Ekonomicznej program wykładów i ćwiczeń z zakresu m.in. psychologii, pedagogiki, metodyki nauczania, etyki, prawa, retoryki, kultury słowa - 60 godzin
1999	Certyfikat Wirtschaftsdeutsch International wystawiony przez Polsko - Niemiecką Izbę Przemysłowo-Handlową, Instytut Goethego i Carl Duisberg Centren



III. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu w jednostkach naukowych

Okres zatrudnienia	Informacja o miejscu zatrudnienia
od 01.10.2006 do teraz	adiunkt w Katedrze Finansów Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
15.02.2004 - 30.09.2006	asystent w Katedrze Finansów Wydział Gospodarki Narodowej (teraz Wydział Nauk Ekonomicznych) Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu (teraz Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu)

IV. Wskazanie osiągnięcia wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. 2017 r. poz. 1789):

4.1. Tytuł osiągnięcia naukowego

Reakcje cenowe w debiutach na NewConnect. Znaczenie asymetrii informacji

4.2. Autorzy, tytuł publikacji, rok wydania, nazwa wydawnictwa, recenzenci wydawniczy)

Autorzy: Dominika Hadro ¹, Marek Pauka

Tytuł publikacji: Reakcje cenowe w debiucie na NewConnect. Znaczenie asymetrii informacji

Rok wydania: 2018

Seria wydawnicza: Monografie i Opracowania - Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, nr 283

Nazwa wydawnictwa: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

Liczba stron: 175

ISBN 9788376957326

Badania przedstawione w publikacji zostały sfinansowane ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznane na podstawie decyzji nr DEC-2011/01/D/HS4/05926.

Recenzenci wydawniczy:

- dr hab. Jacek Mizerka, prof. UEP, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu,

¹ Oświadczenie współautorki określające indywidualny wkład w powstanie monografii zostało przedstawione w Załączniku 6.24.



- dr hab. Elżbieta Wrońska – Bukalska, prof. UMCS, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie.

4.3. Omówienie celu naukowego/artystycznego ww. pracy/prac i osiągniętych wyników wraz z omówieniem ich ewentualnego wykorzystania

Monografia pt. „*Reakcje cenowe w debiucie na NewConnect. Znaczenie asymetrii informacji*” stanowi zwieńczenie badań naukowych, ale rozpoczętych w 2007 r. tuż przed formalnym uruchomieniem rynku NewConnect², prowadzonych przede wszystkim w ramach grantu finansowanego przez Narodowe Centrum Nauki.

Mój wkład własny w przygotowanie monografii został przedstawiony na drugiej karcie książki, gdzie wskazałem, że wyłącznie mojego autorstwa jest tekst rozdziałów 1.1, 1.2, 1.4, 2.1-2.4. Natomiast w przypadku rozdziałów przedstawionych jako współautorstwo przygotowałem pierwszą wersję większej części tekstu. Ze względu na zespołowy i wieloletni charakter prowadzonych badań, tam gdzie mój wkład był możliwy wprost do zidentyfikowania używałem w opisie pierwszej osoby liczby pojedynczej.

Wyniki badań przedstawione w monografii wpisują się w nurt badań empirycznych nad rynkami finansowymi, obejmujący przede wszystkim próbę wyjaśnienia efektywności rynków finansowych jako miejsca pozyskiwania kapitału z jednej strony, a z drugiej – możliwości lokowania nadwyżek finansowych przez inwestorów. Monografia dotyczy dwóch zjawisk obserwowanych na rynkach finansowych, w szczególności na rynku akcji, tj. zjawiska niedowartościowania wycen akcji kupowanych przez inwestorów w ramach prywatnych emisji (*underpricing*) oraz zachowania się cen w krótkim okresie (do 1 roku) od debiutu (*short run performance of IPO*). Przy czym, o ile same te zjawiska są dość dobrze rozpoznane na gruncie naukowym w przypadku rynków giełdowych dla rozwiniętych przedsiębiorstw³, to w przypadku rynków dedykowanych małym i średnim podmiotom w fazie wzrostu występuje wciąż znaczna luka badawcza, którą wraz z zespołem starałem się wypełnić.

Rynek NewConnect, jako przedstawiciel tzw. alternatywnych systemów obrotu, do których zalicza się również londyński AIM, frankfurcki Scale (czy wcześniej Entry Standard oraz Neuer Markt), to rynek charakteryzujący się szczególnymi cechami. Dopuszcza się na tych rynkach do obrotu akcje podmiotów o relatywnie krótkiej historii, małe, których często nie stać na ponoszenie kosztów zatrudnienia wysokiej

² Pierwsza publikacja o NewConnect mojego autorstwa (2010.9) została przygotowana na Konferencję Katedr Finansów w Łodzi w 2007 roku, jeszcze przed oficjalnym uruchomieniem rynku NewConnect. Druga (2008.7) prezentowała pierwsze wnioski z perspektywy teoretycznej (dla badaczy) i praktycznej (dla uczestników rynku i regulatora). Obie wynikały z obranej przeze mnie ścieżki rozwoju naukowego, bazującej na poszukiwaniu problemów naukowych, związanych z asymetrią informacji oraz podejściem fundamentalnym w inwestowaniu na rynkach regulowanych, co szerzej przedstawiłem w pkt. 5.2. Autoreferatu.

³ R.G. Ibbotson, J.R. Ritter, *Initial Public Offerings*, [w:] Jarro R.A., Maksimovic V., Ziemba W.T. (red.), *Handbooks in Operations Research and Management Science, Finance*, 1995, 9, s. 993.

jakości ekspertów od relacji inwestorskich, sprawozdawczości finansowej czy audytu. Modele biznesowe są często weryfikowane dopiero po uzyskaniu kapitału, już jako spółki publiczne. Ponadto grono inwestorów w takich podmiotach to w większości osoby powiązane z głównymi właścicielami, a *free float* stanowi niewielką część wyemitowanych akcji.

Wśród innych przesłanek, które skłoniły mnie do podjęcia badań dotyczących alternatywnych rynków akcji, w szczególności dotyczących kształtowania się cen akcji wprowadzanych do obrotu na rynku NewConnect, warto wskazać:

- dynamiczny rozwój rynków akcji dla małych i średnich spółek, któremu w szczególności w Europie towarzyszyło polityczne i społeczno-gospodarcze oczekiwanie⁴, że wypełnią lukę finansową (*equity gap*) w przypadku innowacyjnych podmiotów⁵,
- problemy związane z jakością emitentów, występujące w przypadku wszystkich europejskich platform, a które to problemy generalnie ominęły rynek NASDAQ⁶,
- specyficzne cechy rynku NewConnect, które wyróżniały go na tle europejskich odpowiedników, dotyczące przede wszystkim: barier wejścia (płynność, rozproszenie akcjonariuszy, wielkość spółek, model biznesowy), roli autoryzowanych doradców i samego organizatora, braku wymogów co do obecności inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie, wymogów związanych z obowiązkami informacyjnymi. Te cechy wyróżniają NewConnect jako oryginalne miejsce do badania zachowań uczestników rynku w warunkach skrajnie wysokiej asymetrii informacji, co pozwala na rozwinięcie wkładu w naukę finansów,
- ogromne zainteresowanie rynkiem NewConnect w Polsce, któremu towarzyszył proces decentralizacji w segmencie pośrednictwa finansowego oraz kreowany przez GPW w Warszawie proces powstawania społeczności emitentów, inwestorów i doradców wokół tego rynku, postrzegany przez inwestorów i emitentów początkowo bardzo pozytywnie, by w kolejnych latach wzbudzać rozczarowanie⁷,
- stosowane konstrukcje pozyskiwania kapitału, wzorowane na tych, które stosują fundusze podwyższonego ryzyka PE/VE, bazujące na etapowości i transzowaniu kapitału, tu (moim zdaniem) nadużywane i prowadzące do powstawania grup inwestorów uprzywilejowanych cenowo,

⁴ E. Posner, *The Origins of Europe's New Stock Markets*, Harvard University Press, 2009.

⁵ D. Kordela, *NewConnect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw*, CeDeWu.pl, Warszawa 2013.

⁶ G. Giudici, P. Roosenboom (ed.), *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, Advances in Financial Economics, Volume 10, Elsevier, 2004 oraz A. Lindenberg, *Albtraum Neuer Markt. Eine brisante Internetstory vom Aufstieg und Fall eines Zukunftsunternehmens*, FinanzBuch Verlag, 2002.

⁷ R. Asyngier, *10 years of the NewConnect market – success or failure*, Finanse, Komitet Nauk o Finansach PAN, 2018/1, s. 26-52.



- zaobserwowane relacje pomiędzy uczestnikami tego rynku (cechujące się wysokim poziomem zróżnicowania w dostępie do informacji oraz relacjami typu agent – pryncypał), sprzyjające powstawaniu wielopłaszczyznowych konfliktów interesu pomiędzy:
 - Giełdą Papierów Wartościowych jako organizatorem rynku, „stojącym na straży” bezpieczeństwa obrotu, a jednocześnie (formalnie) nie dokonującym oceny jakości fundamentalnej emitentów,
 - autoryzowanymi doradcami jako (nieformalnie) przedstawicielami Giełdy na rynkach prywatnych, którzy jednocześnie reprezentują emitenta w procesie dopuszczania akcji do obrotu przez Giełdę, a następnie doradzają mu, jak wypełniać obowiązki informacyjne, ale często też angażują się kapitałowo obejmując pośrednio czy bezpośrednio udziały w kapitale własnym emitenta, z jednej strony, a z drugiej poszukują potencjalnych inwestorów na potrzeby prywatnych emisji przed debiutem,
 - inwestorami większościowymi, pełniącymi ważne role w organach emitentów, i powiązanim z nimi inwestorami, tzw. uprzywilejowanymi cenowo i informacyjnie,
 - i wreszcie inwestorami mniejszościowymi, rozproszonymi, traktującymi udział w spółce jako rodzaj inwestycji, zazwyczaj o charakterze spekulacyjnym i krótkoterminowym, a jednocześnie, stojącymi w gorszej sytuacji, jeśli chodzi o dostęp do informacji i warunki cenowe, po których mogli dokonywać inwestycji.

To, co na początku stanowiło przewagę i było traktowane jako zalety (niskie bariery wejścia, szybkość wprowadzenia akcji do obrotu, pozyskiwanie kapitału wśród znajomych), stopniowo okazywało się barierą do dalszego rozwoju rynku. Ostatecznie w latach 2012-2013 organizator rynku podjął radykalne kroki, aby zaostrzyć regulacje i w efekcie zdecydowanie ograniczyć problemy związane z asymetrią informacji, co wpisywało się swoistą cykliczność rozwoju rynków, obserwowaną w Europie a jednocześnie lekceważoną w Polsce.

Powyższe uzasadnienia, szerzej przedstawione w monografii, stały się podstawą do twierdzenia, iż na europejskich rynkach akcji dla małych i średnich spółek (a na rynku NewConnect w szczególności) poziom asymetrii informacji jest istotnym problemem, który znacznie zwiększa możliwość wystąpienia zjawiska niedoszacowania wartości oraz specyficznego zachowania się cen akcji zaraz pod debiutem, co w efekcie prowadzi do nieefektywności pozyskiwania kapitału, z jednej strony, i lokowania nadwyżek środków pieniężnych w procesach inwestowania, z drugiej.

Celem głównym badań, efektem których była przedstawiona monografia, była identyfikacja kształtowania się cen akcji krótko po wprowadzeniu na rynek wtórny o wysokiej asymetrii informacji



(na NewConnect) w świetle istniejących teorii i wyników badań empirycznych. Ponadto podjęto próbę identyfikacji zależności pomiędzy stopami zwrotu akcji w różnych horyzontach czasowych (od jednodniowych reakcji, czyli underpricingu, do stóp zwrotu rocznych w relacji do debiutu) a charakterystykami emitentów w momencie wejścia na giełdę oraz cechami emisji w okresie przed wejściem. Ostatecznie przeprowadzono również analizę nadwyżkowych stóp zwrotu dla dwóch różnych grup inwestorów.

Od lat osiemdziesiątych XX wieku stworzonych zostało wiele koncepcji teoretycznych, w ramach których autorzy próbowali wyjaśnić zachowanie się cen akcji spółek po debiucie giełdowym⁸, jednak wyniki badań empirycznych nie wskazują jednoznacznie, która z teorii ostatecznie w największym stopniu wyjaśnia to zjawisko. W monografii, biorąc pod uwagę specyfikę rynku NewConnect wskazujemy na trzy grupy teorii, na bazie których dokonaliśmy identyfikacji potencjalnych czynników, mogących wpływać na zjawisko niedowartościowania, a następnie podjęliśmy próbę ich zmierzenia, za pomocą stosowanych w badaniach empirycznych miar lub zaproponowaliśmy własne. Ostatecznie badania empiryczne, których wyniki przedstawiam w monografii, zostały przedstawione w oparciu o:

1) teorię niepewności *ex ante*, reprezentowaną przez model K. Rocka (1986 r.), która zakłada, że lepiej poinformowany inwestor ma przewagę informacyjną nad wszystkimi uczestnikami rynku, niepewność *ex ante* inwestora dotyczy wartości akcji w momencie, gdy nastąpi obrót publiczny akcjami emitenta, co wpływa na zachowanie tego inwestora na rynku wtórnym⁹,

2) teorię sygnalizacji, reprezentowaną przez modele F. Allena i G.R. Faulhabera (1989 r.)¹⁰, M. Grinblatta i C.Y. Hwanga (1989 r.)¹¹ oraz I. Welcha (1989 r.)¹², która zakłada, że emitent posiada przewagę informacyjną nad wszystkimi uczestnikami rynku i poprzez poziom underpricingu sygnalizuje swoje oczekiwania co do przyszłych przepływów pieniężnych,

3) teorię agencji M.C. Jensena i W.H. Mecklinga (1976 r.)¹³, zakładającą o asymetrię informacji pomiędzy zarządzającymi a właścicielami w powiązaniu z poziomem ładu korporacyjnego, gdzie wskazuje się na zależność między efektywnością organów statutowych oraz strukturą własności a zachowaniem cen akcji.

⁸ Por. J. Mizerka, J. Lizińska (red.), *Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2017.

⁹ R.P. Beatty, J.R. Ritter, *Investment banking, reputation, and the underpricing of Initial Public Offerings*, Journal of Financial Economics, 1986, 15(1-2), s. 213-232.

¹⁰ F. Allen, G.R. Faulhaber, *Signalling by underpricing in the IPO market*, Journal of Financial Economics, 1989, 23(2), s. 303-323.

¹¹ M. Grinblatt, C.Y. Hwang, *Signalling and the pricing of new issues*, The Journal of Finance, 1989, 44(2), s. 393-420.

¹² I. Welch, *Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of Initial Public Offerings*, The Journal of Finance, 1989, 44(2), s. 421-449.

¹³ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 1976, 3(4), s. 305-360.

Jedną z wyróżniających się cech większości emitentów notowanych na rynku NewConnect dotyczy procesu pozyskiwania kapitału. Opisane i nazwane przeze mnie zjawisko tzw. odwróconej kaskady polegało na tym, że spółka przeprowadzała kilka emisji prywatnych przed debiutem na NewConnect¹⁴, przy czym oferta w pierwszych emisjach skierowana jest do wąskiego grona dotychczasowych właścicieli albo do podmiotów z nimi powiązanych. Dość często wśród tych podmiotów znajduje się pośrednio lub bezpośrednio sam autoryzowany doradca. Co ciekawe, cena ustalana w tych emisjach zwykle była równa wartości nominalnej, albo niewiele ją przekraczała¹⁵. Jednak już w kolejnych emisjach, skierowanych do szerszego grona inwestorów, cena zawierała wysokie *agio* (rozumiane jako różnica pomiędzy ceną emisyjną a wartością nominalną) znacząco odbiegała od cen z pierwszych emisji. Z tego powodu pozyskiwany kapitał był relatywnie dużo wyższy niż udział nowych zewnętrznych inwestorów w akcjonariacie. Zapewniało to kontrolę nad spółką inwestorom - założycielom, jednocześnie wyposażając ją w potrzebne kapitały. Analogiczny wydaje się tu proces stopniowego podwyższania kapitału przez fundusze podwyższonego ryzyka. Jednak wówczas coraz wyższa cena akcji w emisjach uzasadniana jest faktycznym osiąganiem przez emitenta zakładanych celów (tzw. kamieni milowych). W efekcie na rynek wtórny wprowadzane były akcje będące w posiadaniu dwóch grup inwestorów: wąskiej grupy uprzywilejowanych cenowo (i w domyśle również uprzywilejowanych informacyjnie) i szerokiej grupy nieuprzywilejowanych cenowo (i w domyśle o ograniczonym dostępie do informacji). W klasycznych badaniach empirycznych nad zjawiskiem underpricingu zakłada się, że występuje jedna cena emisyjna. W efekcie zmiany cen (pokazywane poprzez stopy zwrotu) analizowane są dla tej jednej ceny. W przypadku rynku NewConnect powszechnie stosowana metoda wydała nam się częściowo wprowadzająca w błąd, bo pokazuje perspektywę tylko ostatnich inwestorów. Dlatego zarówno identyfikacja zmian cen jak i weryfikacja hipotez została przeprowadzona w oparciu o dwa rodzaje cen, odpowiednio dla dwóch grup inwestorów. Ponadto, analizie poddane zostało zachowanie się cen akcji osobno dla pierwszego dnia, gdzie policzone zostały tzw. stopy jednodniowe, oraz w dłuższym okresie (od pierwszego tygodnia do jednego roku). Ostatecznie zostały uwzględnione perspektywy dwóch rodzajów inwestorów. Wzięto pod uwagę również dwa okresy monitorowania zachowań cen: w pierwszym dniu notowań i w pierwszym roku od debiutu. Następnie na podstawie przeprowadzonego krytycznego przeglądu literatury wyprowadzonych zostało czternaście hipotez w podziale na trzy obszary w zależności od przyjętej teorii objaśniającej. Hipotezy wraz z uzasadnieniem zostały przedstawione szerzej w rozdziałach 3.2 i 3.3. monografii. W tabeli poniżej zostały hipotezy uporządkowane ze względu na teorię, do której się odnoszą, rodzaj inwestora i oczekiwany kierunek zależności:

¹⁴ W badaniach ograniczyliśmy okres analizy do 2 lat przed debiutem.

¹⁵ Po początkowym okresie, gdzie akceptowane były ceny emisyjne równe 1 gr, Giełda wprowadziła wymóg minimalnej wartości nominalnej 10 gr i takie też były minimalne ceny emisyjne.

Załącznik nr 3 - Autoreferat – dr Marek Pauka

Teorie	Nr hipotezy	Hipoteza	Rodzaj inwestora*	Zakładany znak zależności
Niepewności <i>ex ante</i>	H1a	Niepewność <i>ex ante</i> oraz jednodniowa stopa zwrotu inwestorów lepiej poinformowanych są pozytywnie skorelowane	LP	+
	H1b	Niepewność <i>ex ante</i> oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym inwestorów lepiej poinformowanych są pozytywnie skorelowane	LP	+
	H1c	Niepewność <i>ex ante</i> oraz jednodniowa stopa zwrotu inwestorów niedoinformowanych są negatywnie skorelowane	ND	-
	H1d	Niepewność <i>ex ante</i> oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym inwestorów niedoinformowanych są negatywnie skorelowane	ND	-
Sygnałów	H2a	Wyniki finansowe rok po debiucie oraz jednodniowa stopa zwrotu inwestorów lepiej poinformowanych są negatywnie skorelowane	LP	-
	H2b	Wyniki finansowe rok po debiucie oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym inwestorów lepiej poinformowanych są negatywnie skorelowane.	LP	-
	H2c	Wyniki finansowe rok po debiucie oraz jednodniowa stopa zwrotu inwestorów niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.	ND	+
	H2d	Wyniki finansowe rok po debiucie oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym inwestorów niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.	ND	+
Ładu korporacyjnego	H3a	Liczba członków zarządu oraz jednodniowa stopa zwrotu inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.	LP, ND	+
	H3b	Liczba członków zarządu oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane.	LP, ND	+
	H3c	Odsetek akcji w rękach zarządu oraz jednodniowa stopa zwrotu inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane	LP, ND	+
	H3d	Odsetek akcji w rękach zarządu oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane	LP, ND	+
	H3e	Rozproszenie akcjonariatu oraz jednodniowa stopa zwrotu inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane	LP, ND	+
	H3f	Rozproszenie akcjonariatu oraz stopy zwrotu na rynku wtórnym inwestorów lepiej poinformowanych i niedoinformowanych są pozytywnie skorelowane	LP, ND	+

*oznaczenia w tabeli: LP – inwestorzy lepiej poinformowani, ND – inwestorzy niedoinformowani

Kierując się wynikami badań empirycznych dotyczących innych rynków, po przeprowadzeniu kilkunastu wywiadów z uczestnikami rynków (reprezentantami emitentów, autoryzowanych doradców i inwestorów instytucjonalnych) oraz biorąc pod uwagę dostępność danych (np. czy były ujawniane w dokumentach informacyjnych), zidentyfikowaliśmy szereg miar reprezentujących wybrane cechy, tj. niepewność *ex ante*, poziom sygnalizowania oraz poziom ładu korporacyjnego. Dało to podstawy do zbudowania modeli ekonometrycznych pozwalających na analizę czynnikową.

NewConnect nie jest obiektem powszechnego zainteresowania i głębokich analiz inwestorów instytucjonalnych, w efekcie nie jest też pokrywany regularnie przez analityków giełdowych. To z kolei

proceed do niskiej jakości i ograniczonej skali danych, zbieranych i dostępnych w komercyjnych bazach danych. Z tego powodu w ramach zespołu grantowego zaprojektowaliśmy i stworzyliśmy oryginalną bazę danych 458 podmiotów, które w latach 2007-2012, tj. od uruchomienia pierwszych notowań do rozpoczęcia reformy NewConnect, wprowadziły akcje do obrotu wtórnego. Mój udział w tworzeniu i weryfikowaniu bazy przekraczał 50%. Dane finansowe gromadziliśmy na podstawie bazy Notoria Serwis, bazy EMIS INTELLIGENCE Emerging Markets Information Service oraz z publicznie dostępnych stron NewConnect, GPW Infostrefa (obecnie Inforstrefa.pl) czy też Stockwatch.pl. Do analiz używaliśmy programów MS Excel oraz Statistica i Gretl. Opracowanie zebranych danych i ich analizę przeprowadzaliśmy samodzielnie, traktując to jako okazję do poszerzenia wiedzy o elementy statystyki i ekonometrii.

Struktura monografii została podporządkowana przyjętem celom oraz wyprowadzeniu i wyjaśnieniu hipotez. Praca składa się ze wstępu, 4 rozdziałów i zakończenia. W pierwszym rozdziale przedstawiona została geneza rynków alternatywnych, ze wskazaniem na paradoks Grossmana–Stiglitz, zahamowanie prac nad europejskim wspólnym rynkiem dla MŚP, naturalne ograniczenia w rozwoju rynku oraz cykliczność w pozyskiwaniu kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Otwarcie się giełd akcji na małe i średnie przedsiębiorstwa jest pochodną ograniczeń systemów bankowo zorientowanych, które nie są zdolne do wspierania innowacyjnych przedsięwzięć, w ograniczonym zakresie posiadających aktywa rzeczowe, cechujących się wysokim poziomem ryzyka upadłości ze względu na etap rozwoju, w którym się znajdują. Ponadto w sytuacji, gdy giełdy same są spółkami publicznymi, dążącymi do ciągłego raportowania coraz wyższych zysków, takie otwarcie się na nowe podmioty jest naturalnym krokiem do rozszerzenia skali działalności. Jednak naturalne cechy zarówno samego rynku alternatywnego akcji, jak i emitentów na nim notowanych, stają się źródłem cyklicznych problemów, zależnych w dużym stopniu od koniunktury giełdowej. Jednocześnie zachowanie równowagi pomiędzy wzrostem liczby notowanych podmiotów a jakością tych podmiotów wymaga ciągłego monitorowania, z czym nie radzą sobie wszystkie tego typu podmioty w Europie. W efekcie mamy albo giełdy ograniczone do kilkadziesiątu spółek, niszowe o bardzo niskim zainteresowaniu inwestorów (np. włoski AIM), albo znane i popularne jako miejsca pozyskania kapitału (jak AIM, Neuer Markt, NewConnect), ale z ogromną ekspozycją na ryzyko pogorszenia się jakości emitentów. Spadek jakości takiego rynku wynika również traktowania go jako „przedszkola” dla „dużej” giełdy, co prowadzi do przechodzenia najlepszych emitentów na rynek główny. Temu procesowi nie towarzyszy wprowadzanie na rynek nowych emitentów o podobnym poziomie jakości.

W rozdziale drugim dokonałem identyfikacji i analizy specyficznych cech rynku NewConnect. Przedstawiony został typowy proces pozyskiwania kapitału, ze szczególnym uwzględnieniem roli uczestników tego procesu. Wskazano również wszystkie te elementy alternatywnego systemu obrotu, które mogą być możliwym źródłem zwiększonej asymetrii informacji, a tym samym mogą powodować



występowanie negatywnych efektów wynikających z relacji agencyjnych, typowych dla spółek giełdowych.

W rozdziale trzecim podjęto próbę wyjaśnienia przyczyn zjawiska niedoszacowania cen akcji ustalanych na rynku pierwotnym, poprzedzającym wprowadzenie akcji do obrotu zorganizowanego, bazując na wypracowanych w literaturze teoriach. Warto tu zwrócić uwagę na przeprowadzenie analizy wniosków płynących z badań dotyczących prywatnych emisji (*private placements*) na rynkach zagranicznych, które jednak, odmiennie niż w przypadku podmiotów debiutujących na NewConnect, były dokonywane w sytuacji, gdy spółki – emitenci byli już notowani na rynku. Analizowano czynniki wpływające na poziom zachowania cen w krótkim okresie po wejściu na rynek, przedstawiono również metodykę obliczania zmian cen z uwzględnieniem zidentyfikowanych ograniczeń, typowych dla rynku polskiego. Wspomniane podrozdziały kończą się propozycjami hipotez.

W rozdziale czwartym zaprezentowałem wyniki badań wielkości underpricingu na NewConnect i krótkoterminowych stóp zwrotu (liczonych od pierwszego dnia notowań do końca pierwszego roku) oraz przeprowadziłem analizę czynników mających wpływ na zachowania cen na rynku wtórnym. Badanie zostało przeprowadzone na próbie liczącej ostatecznie 432 emitentów (94,3% wszystkich debiutantów w badanym okresie). Obliczone stopy zwrotu reprezentowały perspektywę dwóch grup inwestorów z różnym dostępem do informacji (lepiej poinformowanych i niedoinformowanych). Reakcje cenowe, opisane w monografii, były obserwowane dla pierwszego dnia oraz dla okresów: 1 miesiąca, 3 miesiące, 6 miesięcy, 9 miesięcy i 1 roku. Obliczone zostały logarytmiczne stopy zwrotu, skorygowane o wartość zmian indeksu WIG80 oraz dla sprawdzenia odporności modelu – również stopy zwrotu CAR (*cumulated abnormal return*) i BHAR (*buy- and hold abnormal return*). Za wkład w naukę finansów uznaję opracowanie propozycji wyznaczania stóp zwrotu dla dwóch grup inwestorów:

- dla inwestorów niedoinformowanych dla rynku NewConnect, którzy obejmują akcje w ostatnich ofertach tuż przed debiutem giełdowym, płacąc najwyższą cenę emisyjną; te stopy zwrotu są obliczane w badaniach innych autorów; w przypadku NewConnect okazały się one dużo wyższe w przypadku innych podobnych rynków alternatywnych, a jednocześnie wyższe niż wskazane w publikacjach stopy zwrotu charakterystyczne dla rynku giełdowego w Warszawie¹⁶.
- dla inwestorów lepiej poinformowanych, do tej pory w badaniach nieuwzględniane; wydaje się, że ten rodzaj stóp zwrotu w sposób bardziej precyzyjny określa perspektywę

¹⁶ T. Jewartowski, J. Lizińska, *Short- and long-term performance of Polish IPOs*, Emerging Markets Finance and Trade, 2012, 48(2), s. 59-75; R. Sieradzki, *Does it pay to invest in IPOs? Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, National Bank of Poland Working Papers, 2013, 139, s. 1-37.



inwestorów, w największy sposób zaangażowanych w działania spółek; poziom tych stóp zwrotu jest wielokrotnie wyższy i istotnie odbiega od średnich dla różnych rynków.

Zauważyć można, iż w dłuższym okresie nadwyżkowe stopy zwrotu wykazują tendencję malejącą, przy czym stopy zwrotu dla inwestorów niedoinformowanych są dużo niższe niż w przypadku inwestorów uprzywilejowanych. Dla okresu od 6 miesięcy do 1 roku stopy zwrotu były ujemne. Wynika z tego, że inwestorzy o ograniczonym dostępie do informacji, utrzymując inwestycje dłużej niż pół roku, byli narażeni na osiąganie gorszych wyników. Co jest sytuacją odmienną, jeśli porównamy ją z sytuacją inwestorów lepiej poinformowanych, którzy nawet w pierwszym roku osiągalni dodatnie nadwyżkowe stopy zwrotu¹⁷.

W drugiej części rozdziału IV dokonano analizy czynnikowej dla wyznaczonej próby. Warto tu zwrócić uwagę na propozycję zmiennej, określanej przez nas jako *Range*, której zadaniem było zmierzenie przewagi cenowej pomiędzy obiema grupami inwestorów. Aby zweryfikować postawione hipotezy, wskazano dwanaście zmiennych, służących do pomiaru poszczególnych cech, wynikających z teorii (poziom niepewności, sygnalizację, poziom ładu korporacyjnego) oraz zmienną kontrolną, dzięki której chciano zbadać, czy nastąpił efekt uczenia się. Dla tak opracowanych zmiennych wyznaczone zostały modele regresji wielorakiej. Na potrzeby autoreferatu wnioski z tych badań starałem się ograniczyć do najważniejszych. Ostatecznie¹⁸, w przypadku inwestorów lepiej poinformowanych zidentyfikowano istotne zależności między stopami zwrotu a niektórymi czynnikami opisującymi niepewność *ex ante* i teorię sygnalizacji. Jednocześnie w modelach nieistotne okazały się wielkości współczynników regresji przy zmiennych opisujących cechy ładu korporacyjnego. Dużo słabsze okazały się zależności, liczone dla stóp zwrotu inwestorów niedoinformowanych, choć i w tym przypadku zmienne reprezentujące teorię niepewności *ex ante* i teorii sygnalizacji były istotnie skorelowane ze stopami zwrotu. Podobnie jak w przypadku pierwszej grupy inwestorów, zmienne z obszaru ładu korporacyjnego nie wyjaśniały istotnie zmienności stóp zwrotu. Silną pozytywną zależność zidentyfikowano dla zmiennej informującej o obecności inwestorów instytucjonalnych. W przypadku obu grup inwestorów istotna w wyjaśnianiu zmienności stóp zwrotu okazała się zmienna dotycząca roku debiutu. Oprócz stóp zwrotu dla 1 roku, pozostałe wykazały ujemną korelację z rokiem debiutu. Może oznaczać, iż inwestorzy obserwując zachowanie się cen akcji we wcześniejszych debiutach, stopniowo rozpoznawali zaobserwowane wcześniej anomalie i w kolejnych latach w coraz większym stopniu starali się je wykorzystywać. W efekcie prowadziło to do spadku poziomu nadwyżkowych stóp zwrotu.

Przeprowadzone badania, głównie o charakterze empirycznym, stanowią w mojej opinii istotny wkład do teorii związanych z wyceną aktywów finansowych oraz efektywnością informacyjną rynków

¹⁷ Por. Tabela 4.1., 4.2. oraz 4.3. i Rysunek 4.9. w rozdziale IV monografii.

¹⁸ Por. Tabela 4.12. w rozdziale IV monografii.

kapitałowych, a w sposób pośredni – do rozwoju teorii struktury kapitału małych i średnich przedsiębiorstw. W szczególności jako istotny wkład w dyscyplinę finanse uważam:

- skonstruowanie modelu ekonometrycznego, wyjaśniającego kształtowanie się ponadprzeciętnej stopy zwrotu z akcji spółek debiutujących na NewConnect, w tym w szczególności opracowanie miar analizowanych cech, co znacznie zwiększyło wiedzę na temat alternatywnych systemów obrotu, oraz dokonanie na podstawie modelu weryfikacji postawionych hipotez i dzięki temu wskazanie na dwie teorie (niepewności *ex ante* i sygnalizacji) oraz odrzucenie teorii ładu korporacyjnego, jako tych, które wyjaśniają zmienność stóp zwrotu,
- potwierdzenie występowania anomalii rynkowych w formie underpricingu, wyznaczone na bazie 94,3% wszystkich debiutantów rynku NewConnect, zarówno z perspektywy krajowej (jako pierwsze badania całościowe dla rynku polskiego), jak i międzynarodowej (jako badania dla rynku o tak wysokim poziomie asymetrii informacji), w tym pokazanie, że rynek o szczególnie wysokim poziomie asymetrii informacji cechuje się wyższymi niż przeciętne nadwyżkowymi stopami zwrotu oraz wskazanie braku stabilności tych stóp zwrotu (reakcji cenowych), zidentyfikowane poprzez wskazane zmiany w poziomie tych stóp zwrotu w kolejnych latach,
- rozwinięcie badań empirycznych o uwzględnienie dwóch perspektyw a nie jednej jak dotychczas – dla dwóch różnych grup inwestorów oraz wprowadzenie do rozważań teoretycznych oraz badań empirycznych miary przewagi informacyjnej w postaci wskaźnika *Range*. W tym obszarze również wykazanie, że te dwa podejścia i analizowane dla nich reakcje cenowe mogą mieć odmienny charakter i w różny sposób być skorelowane z czynnikami wyjaśniającymi ich zmienność, co można uznać za rozwinięcie podejścia wskazywanego w modelu Rocka,
- wskazanie na powszechne wykorzystanie tzw. ofert prywatnych jeszcze przed debiutem giełdowym i wynikających z tego powodu ograniczeń w porównywaniu wyników badań¹⁹, skutkiem dla badań empirycznych jest konieczność zmodyfikowania (skorygowania) w przyszłości wzorów na obliczanie nadwyżkowych stóp zwrotu o wysokość premii za ryzyko braku płynności w przypadku inwestorów lepiej poinformowanych,
- zidentyfikowanie i nazwanie mechanizmu tzw. odwrotnej kaskady, który w istotny sposób przyczynia się ugruntowania przewagi informacyjnej jednej grupy inwestorów nad drugą,

¹⁹ W badaniach dotyczących private placement emitenci są notowani na giełdzie, a tylko kolejne emisje są prywatne, w Polsce te prywatne emisje są dokonywane przez spółki przed uzyskaniem statusu spółek publicznych, co daje unikalną możliwość wskazywania inwestorów uprzywilejowanych informacyjnie i cenowo.



powodując jednocześnie możliwość utrzymania kontroli nad spółką przez dotychczasowych właścicieli,

- uporządkowanie podstaw teoretycznych zjawiska underpricingu oraz zmian w pierwszym roku po debiucie oraz koncepcji teoretycznych wyjaśniających potencjalne problemy rynków alternatywnych oraz uporządkowanie wiedzy o genezie historycznej dotyczącej rozwoju alternatywnych rynków akcji,
- podjęcie rozważań na temat wadliwej konstrukcji alternatywnych rynków akcji, które mają wbudowany konflikt pomiędzy atrakcyjnością z perspektywy podmiotów poszukujących kapitału (określaną jako łatwe, szybkie i tanie miejsce do pozyskiwania kapitału) a stabilnością i bezpieczeństwem obrotu w długim okresie,
- zidentyfikowanie występowania na NewConnect problemu podwójnego błędnego koła wynikającego z paradoksu Grossmana-Stiglitz – uczestnicy rynku nie działają na rzecz ograniczenia asymetrii informacji. Ponoszone przez nich koszty pozyskiwania informacji i koszty analiz nie zwiększają szans na osiąganie ponadprzeciętnych stóp zwrotu, co prowadzi do spadku zainteresowania analityków tym rynkiem, a to w efekcie zwiększa szansę wystąpienia anomalii rynkowych.

Wyniki badań, zawarte w monografii, mogą stanowić ważny punkt wyjścia do dalszych badań:

- uwzględniających dodatkowe, tu pominięte (często ze względu na brak dostępu do danych) czynniki, które potencjalnie mogły mieć wpływ na stopy zwrotu akcji debiutantów na NewConnect²⁰,
- rozszerzających horyzont czasowy badań o okres po 2012 roku, gdy wprowadzono zmiany ograniczające znacznie zarówno poziom asymetrii informacji jak i uprzywilejowania cenowego pomiędzy grupami inwestorów,
- rozszerzających zastosowanie modelu ekonometrycznego na alternatywne systemy obrotu w innych krajach,
- rozszerzające zastosowanie opisanej metody badawczej na rynek obligacji (z odpowiednimi korektami, wynikającymi ze specyfiki notowań i konstrukcji obligacji).

W szczególności z perspektywy regulatorów rynku, wyniki badań zawarte w monografii, mogą stanowić źródło wiedzy na temat:

- cyklicznego charakteru rozwoju alternatywnych rynków akcji,

²⁰ Przykładowo, jako opiekun pomocniczy (formalnie jeszcze nie otwarto przewodu) dla postępowania mgr Martyny Żyły zainicjowałem kontynuację badań przedstawionych w monografii. Doktorantka przygotowuje dysertację poświęconą zachowaniu cen w długim okresie, biorąc pod uwagę szerszy zestaw czynników, jednocześnie mając jako benchmark wyniki z lat 2007-2012, co umożliwi wprowadzenie do modelu również wpływu zmian regulacji prawnych wdrożonych na NewConnect w 2013 roku.



- wbudowanych mechanizmów powodujących konflikty interesu pomiędzy uczestnikami rynku; takie relacje wymuszają zmianę roli organizatora rynku z urzędniczej (nadzorującej) na bardziej uczestniczącą, aktywną, monitorującą i oceniającą modele biznesowe i kondycję finansową potencjalnych emitentów i emitentów, ale również doradczą, jeśli chodzi o dobre praktyki w wypełnianiu obowiązków informacyjnych,
- czynników wpływających na ograniczenie asymetrii informacyjnej, w szczególności związanych ze zjawiskiem odwróconej kaskady i uprzywilejowaniem cenowym, wynikami finansowymi i kondycją emitentów, obecnością inwestorów instytucjonalnych,
- skutków paradoksu Grossmana-Stiglitz, co powinno zachęcać organizatorów takich rynków do wspierania inicjatyw ze strony domów maklerskich i firm doradczych przygotowywania opracowań, analiz i ocen dotyczących kondycji finansowej emitentów²¹.

Dla inwestorów i emitentów wyniki badań zawarte w monografii mogą stanowić cenny punkt wyjścia do oceny atrakcyjności pozyskania kapitału z rynku (emitenci)/ atrakcyjności inwestycji (inwestorzy), podpowiadając, na jakie czynniki zwrócić uwagę, jakich zachowań cen można się spodziewać.

²¹ Takie działania przykładowo wprowadziła giełda we Frankfurcie nad Menem, gdzie po wygaszeniu rynku EntryStandard (następcy Neuer Markt) uruchomiono segment Scale i zaangażowano firmę analityczną Edison Group do pokrywania analitycznego praktycznie wszystkich spółek notowanych na nowym rynku.



V. Pozostałe osiągnięcia naukowo - badawcze

5.1 Podsumowanie dotychczasowego dorobku naukowego – ścieżka rozwoju naukowego

W latach 2001-2005, poprzedzających obronę pracy doktorskiej, opublikowałem łącznie 13 publikacji o charakterze naukowym²².

Syntetyczne podsumowanie dorobku (bez osiągnięcia wskazanego w pkt. 4.1.) znajduje się w tabeli poniżej, przy czym w nawiasach znajdują się akronimy używane w Załączniku 4 do opisu publikacji.

Rodzaj publikacji	Autorstwo		Język		RAZEM:
	Samodzielnie (S)	Współautorstwo (W)	Polski (PL)	Angielski (AN)	
Monografie (MON)	-	3	3	-	3
Publikacje w czasopismach krajowych (PCK)	7	25	28	4	32
Publikacje w czasopismach międzynarodowych (PCM)	-	1	-	1	1
Materiały konferencyjne (MKO)	-	1	-	1	1
Rozdziały w monografiach (RMO)	-	1	1	-	1
Podręczniki, skrypty – autorstwo (PSA)	-	2	2	-	-
Redakcja książek (RKS)	-	3	3	-	-
RAZEM:	7	36	37	6	43

Poza monografią wskazaną w punkcie 4 jako główne osiągnięcie badawcze, jestem autorem lub współautorem 43 publikacji naukowych, opublikowanych po uzyskaniu stopnia doktora. Zostały one krótko przedstawione w podrozdziale 3.2.

Pełny wykaz opublikowanych prac naukowych został zawarty w Załączniku nr 4 do Wniosku.

5.2. Szczegółowe omówienie prowadzonych badań naukowych

Zagadnienia rynków finansowych towarzyszyły mi już od czasów przygotowywania pracy magisterskiej. Rozpoczęte wówczas badania nad rynkiem pieniężnym przeniosłem w pracy doktorskiej

²² Lista publikacji jest dostępna na stronie: <http://katfin.ue.wroc.pl/index.php/pracownicy/dr-marek-pauka/>.



z problemów rynku międzybankowego (operacje otwartego rynku – przedmiot badań w pracy magisterskiej i pierwszych artykułów naukowych) na rynek kapitału krótkoterminowego otwarty dla przedsiębiorstw (rynek krótkoterminowych papierów dłużnych).

W okresie po uzyskaniu stopnia doktora mój dorobek publikacyjny związany jest z dyscypliną finanse, łącząc perspektywy finansów przedsiębiorstw i rynków finansowych. W szczególności zdecydowaną większość badań łączy problematyka asymetrii informacji i związana z nią teoria agencji²³. W szczególności jako główne obszary badawcze wskazać mogę:

I nurt – efektywność wycen w alternatywnym systemie obrotu (np. NewConnect) jako miejscu obciążonym szczególnie wysokim poziomem asymetrii informacji, gdzie pozyskany jest kapitał przez małe i średnie przedsiębiorstwa i lokowane nadwyżki środków pieniężnych,

II nurt – polityka dywidend w spółkach giełdowych w roli sygnalizatora przyszłych wyników finansowych jako narzędzie ograniczające asymetrię informacji;

III nurt – warunki emisji obligacji na rynku prywatnym i publicznym, w szczególności rola kowenantów w ograniczaniu konfliktu interesów pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami,

IV nurt – *impression management* i jakość sprawozdań finansowych jako narzędzie ograniczające asymetrię informacji.

Ponadto, wskazać mogę obszar badań nad nieefektywnością rynku funduszy inwestycyjnych, powiązany z asymetrią informacji, tj.:

V nurt – specyficzne zachowanie się cen certyfikatów inwestycyjnych na notowanych na giełdzie, w szczególności traktowane jako rodzaj nieefektywności rynkowej, zwane zjawiskiem zagadki dyskonta (*discount puzzle*), wynikające z asymetrii informacji pomiędzy decyzjami zarządzających aktywami funduszy a poziomem wiedzy inwestorów.

Nurt I – asymetria informacji na alternatywnych rynkach akcji

Problem pozyskiwania kapitału, luki w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw, w tym poprzez rynki giełdowe wzbudził moje zainteresowanie swoim ogromnym potencjałem zarówno naukowo-badawczym jak i dydaktyczno – doradczym na długo przed uruchomieniem NewConnect w Polsce. Efektem tego zainteresowania było przygotowanie dwóch publikacji (jako jednych z pierwszych w Polsce; jedna z nich została przygotowana jeszcze przed uruchomieniem alternatywnego systemu obrotu) na temat NewConnect oraz stworzenie zespołu badawczego z dr inż. Dominiką Hadro (wcześniej Fijałkowską) i dr. Michałem Muszyńskim. Dzięki zdobyciu grantu finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki pn. „Ład korporacyjny na europejskich alternatywnych systemach obrotu” mieliśmy możliwość

²³ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 1976, 3 (4), s. 305-360.



realizować badania i rynku NewConnect w latach 2011 – 2015. Na potrzeby badań empirycznych zaprojektowaliśmy i przygotowaliśmy oryginalną bazę danych obejmującą informacje o emisjach spółek, których akcje zostały wprowadzone do obrotu na rynku NewConnect w latach 2007-2011 (później rozszerzoną przeze mnie o spółki, które zadebiutowały w roku 2012). W ramach tego nurtu przygotowałem jako autor i współautor 12 artykułów²⁴. Jako sukcesy chciałbym wskazać tu w szczególności:

- dwukrotne zakwalifikowanie referatów na Workshop on Corporate Governance (w 2012 i w 2013 roku, w załączniku 4 pkt. I, numery konferencji 6 oraz 14),
- przyjęcie referatów na prestiżową konferencję Europejskiego Stowarzyszenia Księgowych (EAA Annual Congress) w roku 2014 i 2016 (załącznik 4 pkt. I, numery konferencji 17 i 26),
- przyjęcie referatu na konferencję World Finance Conference (załącznik 4 pkt. I, nr konferencji 18),
- zaproszenie przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie do udziału w projekcie reformy rynku NewConnect.

W pierwszych publikacjach (2008.7, 2010.9) zajmowałem się konstrukcją rynku dla małych i średnich przedsiębiorstw, wskazując na duże zainteresowanie takimi rynkami ze strony przedsiębiorstw, ale i na potencjalne problemy z płynnością, ograniczające obecność inwestorów instytucjonalnych.

Następnie, już z zespołem, zajęliśmy się (2012.15) badaniem regulacji prawnych dotyczących obowiązków informacyjnych, związane z ujawnianiem danych finansowych i pozafinansowych, wykazując, iż rynek NewConnect w tym aspekcie wyróżnia się kwartalnymi sprawozdaniami, mając pozostałe wymogi zbliżone do pozostałych rynków ASO. Oceniliśmy jakość sprawozdań finansowych (2011.10), definiowaną jako ilość nieobowiązkowych informacji, zarówno finansowych, jak i niefinansowych²⁵, badając cechy emitentów na NewConnect i ich ewentualny wpływ na jakość sprawozdań finansowych wykazując, że spółki z dłuższym stażem na NewConnect oraz te z wyższym poziomem zadłużenia starają się publikować więcej nieobowiązkowych informacji, co było zgodne z prezentowanymi w artykule koncepcjami teoretycznymi. Następnie wskazaliśmy (2012.17), wpisując się w lukę badawczą dotyczącą zagadnień ładu korporacyjnego w spółkach notowanych na alternatywnych systemach obrotu, iż zmiana rynku notowań pociąga za sobą poprawę miar ładu korporacyjnego.

Następnie badania rozszerzyliśmy o jakość sprawozdawczości, rozumianą jako dobrowolne ujawnianie nieobowiązkowych informacji. Na potrzeby publikacji (2014.24) przygotowaliśmy koncepcję indeksu jakości informacji (*disclosure quality index*, DQI), rozwijając i modyfikując go na bazie wzorca

²⁴ Pozycje przedstawione w Załączniku 5 (Wykaz opublikowanych prac naukowych) o numerach: 2008.7, 2010.9, 2011.10, 2012.15, 2012.17, 2013.20, 2013.21, 2014.23, 2014.24, 2016.30, 2016.31, 2018.36.

²⁵ Ch. A. Botosan, *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*, *The Accounting Review*, 1997, 72 (3), s. 323-349.



opisanego przez Eugstera i Wagnera²⁶, aby dostosować indeks do oceny emitentów z NewConnect. Koncepcja wpisywała się w liczne badania prowadzone na rynkach zagranicznych²⁷, dotyczące ujawniania informacji nieobowiązkowych. Wykazaliśmy niski poziom jakości informacji przekazywanych w raportach rocznych. Następnie (2016.31), nadal korzystając z wcześniej zaimplementowanej metody oceny jakości raportów finansowych badaniem objęliśmy spółki zmieniające NewConnect na rynek główny. Zgodnie z oczekiwaniami, potwierdziliśmy wzrost jakości raportów finansowych po przeniesieniu notowań akcji na rynek główny w stosunku do ich formy, gdy spółka była notowana w ramach ASO. Jednak nie wykazaliśmy, że kolejne spółki w istotny sposób uczyły się od poprzedników, iż warto ujawniać więcej informacji. Nie wystąpił też efekt chwalenia się, tzn. w przypadku poprawy wyników finansowych również nie następowało znaczące poprawienie jakości sprawozdań.

Obszar badania jakości informacyjnej sprawozdań finansowych wydał się nam na tyle atrakcyjny do zbadania i jednocześnie nieobecny w polskich badaniach, że z dr inż. D. Hadro (Fijałkowską) i z dr. hab. Karolem M. Klimczakiem stworzyliśmy zespół badawczy oraz pozyskaliśmy grant NCN („Przejrzystość informacyjna spółek giełdowych”) na badanie, o czym więcej napiszę przy okazji opisu tego nurtu.

Wykazaliśmy (2014.23) również brak powiązań pomiędzy poziomem ochrony inwestora a poziomem koncentracji i innymi cechami ładu korporacyjnego, dowiedzione m.in. u La Porta i in.²⁸ Jednocześnie zwróciliśmy uwagę na wagę wymogów dotyczących obecności w akcjonariacie inwestorów instytucjonalnych. Rozwijając te badania (2016.30), wskazaliśmy, iż wielkość rynku, w przeciwieństwie do rynków dla dużych spółek, jest ujemnie skorelowana z poziomem ochrony inwestora.

Obszarem, który ostatecznie został w największym stopniu przebadany, dotyczył anomalii cenowych tuż po debiucie na rynku wtórnym. Początkowe publikacje (2013.20, 2013.21) miały charakter badań wstępnych. Na ograniczonej próbie losowo wybranych 80 spółek przygotowaliśmy modele regresji, dzięki którym wskazaliśmy, iż dla reakcji cenowych w pierwszym dniu nie mają istotnego znaczenia wyniki finansowe spółek, co kazało nam pogłębić badania i poszukać kolejnych czynników. Następnie rozszerzyliśmy analizy o zmienne reprezentujące poziom ładu korporacyjnego. Naszą szczególną uwagę zwróciło powiązanie nadwyżkowych stóp zwrotu z poziomem *free float* (wskaźnikiem rozproszenia akcjonariatu) i liczbą serii wyemitowanych w okresie dwóch lat poprzedzających debiut na NewConnect, co zostało później rozwinięte w tezach monografii. Ostatnia publikacja dotycząca stóp zwrotu (2018.36) wymagała zebrania dodatkowych danych o zachowaniu się cen akcji na wybranych rynkach europejskich.

²⁶ F. Eugster, A. Wagner, 2011, *When and how is voluntary disclosure quality reflected in equity prices?*, Swiss Finance Institute Research Paper Series, vol. 07.

²⁷ Ch. W. Chow, A. Wong-Boren, *The Accounting Review*, Vol. 62, No. 3 (Jul., 1987), s. 533-541, Ch. Botosan, 1997, *Disclosure Level and the Cost of Capital*, *The Accounting Review*, vol. 72, no. 3, July, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2926>.

²⁸ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate ownership around the world*, *Journal of Finance*, 1999, nr 54, s. 471-517; S. Claessens, S. Djankov, L. Lang, *The separation of ownership and control in East Asian corporations*, *Journal of Financial Economics*, 2000, nr 58, s. 81-112.



Objęła takie rynki jak Alternext, Marche Libre and NewConnect. Pokazaliśmy, że poziom stóp nadwyżkowych na rynku NewConnect jest wyraźnie wyższy niż na drugim analizowanym rynku.

Najważniejszym efektem prac było przygotowanie monografii, przedstawionej w pkt. 4 Autoreferatu. Ponadto dzięki wystąpieniom na konferencjach naukowych nasz zespół został dostrzeżony przez tzw. praktykę gospodarczą. W roku 2013 Giełda Papierów Wartościowych zaproponowała nam przygotowanie raportu „Otwarcie procesu rewitalizacji rynku NewConnect” z głównym naciskiem na uzasadnienie propozycji od strony naukowej. W ramach tego projektu mieliśmy okazję uczestniczyć jako jedyny zespół ekspertów w konferencji prasowej z zarządem Giełdy oraz na specjalnie zorganizowanym szkoleniu prezentowaliśmy założenia zmian uczestnikom rynku NewConnect (autoryzowanym doradcom i spółkom - emitentom).

Nurt II – wypłaty dywidend jako narzędzie sygnalizowania wyników finansowych

Jako efekt wspólnych zainteresowań zarządzaniem wartością i analizą fundamentalną w 2010 roku rozpocząłem współpracę z dr Bogumiłą Brycz z Politechniki Wrocławskiej. Przedmiotem naszych wspólnych badań stały się spółki wypłacające dywidendę, a na początek postawiliśmy sobie fundamentalne pytanie, czy wypłata dywidendy może sygnalizować wiarę zarządzających w dobre perspektywy i chęć zasygnalizowania inwestorom swojego optymizmu, czy też jest to drenowanie spółki z nadmiaru środków pieniężnych w ramach prostej strategii maksymalizacji bieżących korzyści z inwestycji. Po przeprowadzeniu studiów literaturowych, postanowiliśmy na początku przygotować dwie publikacje (2011.12, 2012.14²⁹), dzięki którym uporządkowaliśmy wiedzę na temat możliwości wykorzystania rachunku przepływów pieniężnych oraz zaproponowaliśmy nowe ujęcie przepływów z działalności operacyjnej na potrzeby analityczne. Następnie (2011.11, 2013.13) wykorzystaliśmy rachunek przepływów pieniężnych do pokazania, że wśród spółek notowanych na GPW w Warszawie, które w latach 2006-2010 płaciły dywidendę nieprzerwanie przez co najmniej 5 lat źródła finansowania wypłat dywidend zmieniały się. Zmianie ulegała również sytuacja finansowa tych podmiotów i zasadność wypłat dywidend, ocenia na podstawie tzw. macierzy Damodarana³⁰. Utrzymywanie polityki dywidend na niezmiennym albo lekko zmienionym poziomie nie jest związane zawsze z dobrą kondycją finansową oraz że emitenci akcji często zmieniają źródła finansowania wypłat dywidend, co może oznaczać brak długoterminowych strategii w tym obszarze. W grupach wypłacających niskie dywidendy stopień finansowania z bieżących nadwyżek z działalności operacyjnej był wyraźnie wyższy. Ten sposób finansowania można uznać za najbardziej prawidłowy i nie ograniczający nadmiernie rozwoju przedsiębiorstwa. Z kolei w podgrupach nadmiernie wypłacających dywidendy najważniejszym źródłem finansowania okazały się środki pieniężne

²⁹ Publikacja ta, wg Dolnośląskiej Biblioteki Cyfrowej, była najczęściej pobieranym artykułem spośród wszystkich opublikowanych w czasopiśmie Nauki o finansach = Financial Sciences, por. <http://katfin.ue.wroc.pl/index.php/2017/12/artykul-naszyc-pracownikow-bije-rekordy-popularnosci/> [data wejścia 01.04.19].

³⁰ A. Damodaran, Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka, Helion 2007, s. 1069.



na początek okresu, czyli można przypuszczać, iż poprzez nadmierne transfery przedsiębiorstwa wypłacały środki pieniężne wygenerowane w latach wcześniejszych. Ponadto wykazaliśmy, iż niewiele podmiotów (poniżej 25%) prowadzi politykę stałego poziomu dywidend oraz że niski jest poziom wykorzystania dywidend w celu zasygnalizowania zmian w poziomie sytuacji finansowej, ale za to wysoki jest poziom korelacji zmian historycznych wyników i zmian w poziomie dywidend, co oznacza, że zarządy w dużej mierze kierują się nie prognozami, a wynikami zrealizowanymi.

W kolejnym kroku (2013.18)³¹, rozwijając teorię sygnalizacji, dokonaliśmy analizy spółek notowanych na GPW, które w latach 2002 – 2009 po raz pierwszy wypłaciły dywidendę (tzw. dywidendę inicjalną). Przeprowadzone analizy wykazały, iż spółki inicjujące dywidendy zwiększają swoje aktywa i przychody ze sprzedaży, jednak przekaz prognostyczny dywidend inicjalnych co do przyszłych wyników finansowych nie jest już na tyle silny, aby inwestorzy mogli tylko na nim oprzeć swoje oczekiwania.

Łącząc nurt I i II wspólnie z doktorantką Martyną Żyłą przygotowaliśmy artykuł (2017.34), gdzie bazując na teorii sygnalizacji, chcieliśmy sprawdzić, czy w warunkach podwyższonej asymetrii informacji wypłata dywidendy będzie wykorzystywana jako narzędzie sygnalizowania inwestorom przyszłych wyników. Na bazie danych o 42 spółkach notowanych na NewConnect płacących regularnie (co najmniej 3 lata) dywidendy w okresie 2007 – 2016 zbudowano model ekonometryczny i na jego podstawie ustalono ponownie, iż historyczne wyniki finansowe są mocniej powiązane z poziomem dywidend niż przyszłe wyniki. W przypadku prognoz wyłącznie zmiany przychodów okazały się istotnie (przy p-value na poziomie 10%) skorelowane ze zmianą poziomu dywidend, co może wskazywać, że dywidendy nie służą zarządom do sygnalizowania wyników.

Do głównych osiągnięć badań prowadzonych w ramach tego nurtu, stanowiących wkład w rozwój nauki, zaliczam:

- usystematyzowanie w oparciu o dorobek literatury światowej poglądów dotyczących teorii wyjaśniających politykę dywidend, w szczególności teorii sygnalizacji,
- wnioski z wyników przeprowadzonych badań empirycznych o oryginalnym charakterze w zakresie wykorzystania przez zarządy polityki dywidend do ograniczania asymetrii informacji, poprzez sygnalizowanie wyników finansowych za pomocą zmiany w poziomie wypłacanych dywidend,
- propozycję podejścia do analizy operacyjnych przepływów pieniężnych.

³¹ Publikacja ta jest moim najczęściej cytowanym artykułem, wg Google Scholar.



Nurt III – kowenanty jako narzędzie łagodzące konflikt pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami

Po uruchomieniu rynku Catalyst naturalne było rozszerzenie spektrum zainteresowań o publiczny rynek długu. Od roku 2013 stworzyłem z wówczas moją doktorantką Natalią Śmieją drugi zespół badawczy, do którego w 2014 roku dołączyła dr Bogumiła Brycz (Politechnika Wrocławska). W jego efekcie N. Śmieja przygotowała samodzielnie pracę doktorską poświęconą czynnikom wpływającym na poziom oprocentowania obligacji notowanych na rynku Catalyst³², a stworzona przez nią baza danych została mocno rozszerzona zarówno w przekroju czasowym jak i informacyjnym w szczególności, jeśli chodzi o warunki emisji (w tym obecność kowenantów) oraz cechy emitentów i objęła okres od uruchomienia rynku (2009 r) do 2013 roku. Warto podkreślić, że bazę przygotowywały 3 osoby, zbierając informacje bardzo intensywnie w sumie przez około 4 miesiące. W ramach tego nurtu przygotowałem 6 publikacji jako współautor. Wszystkie te publikacje stanowią oryginalne rozwinięcie koncepcji Warnera i Smitha, dotyczące konfliktu pomiędzy akcjonariuszami a obligatariuszami³³. Pierwsze dwie (2013.19, 2014.22) były badaniami wstępnymi, pokazującymi wybrane zależności w dwóch branżach, które wówczas były najlepiej reprezentowane wśród emitentów obligacji na rynku Catalyst, tj. w branży niebankowych pośredników finansowych oraz w branży deweloperów. W publikacjach tych wskazaliśmy na czynniki wpływające na liczbę kowenantów stosowanych przez obligatariuszy reprezentujących wskazane branże. Wśród nich istotne znaczenie odgrywał moment emisji, co można było interpretować, iż kolejni emitenci z branży deweloperskiej dodają coraz więcej kowenantów. Natomiast w przypadku branży pośredników finansowych, co było zaskakujące, liczba kowenantów nie była związana z poziomem ryzyka inwestycyjnego.

Dostrzegając w warunkach polskich ogromną lukę informacyjną na temat postaw teoretycznych dotyczących konfliktu pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami³⁴, przygotowaliśmy artykuł (2015.25) porządkujących dotychczasowy dorobek naukowy w zakresie asymetrii informacji i konfliktu interesów pomiędzy akcjonariuszami i zarządem, z jednej strony, a obligatariuszami – z drugiej strony. Wskazaliśmy również na potencjalne obszary badawcze, wymagające zwłaszcza na młodym polskim rynku Catalyst podjęcia badań. Jest to pierwsza w Polsce próba kompleksowego podsumowania dorobku naukowego, dotyczącego kowenantów jako narzędzia ograniczającego asymetrię informacji z jednoczesnym wskazaniem potencjalnych luk badawczych dla rynku polskiego.

³² Praca pn. „Determinanty oprocentowania obligacji notowanych na rynku zorganizowanym w Polsce”, obroniona w 2015 roku.

³³ C. Smith, J. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, Journal of Financial Economics, 1979, 7 (2), s. 117 – 161.

³⁴ Problem ten został krótko scharakteryzowany w monografii J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, jednak nie doczekał się rozwinięcia, zapewne z powodu braku dostępu do informacji jak i skali rozwoju publicznego rynku obligacji przed 2009 r.



Następnie w kluczowym artykule (2015.27), podsumowującym dotychczas przeprowadzone przez nas wyniki badań o rynku polskim obligacji, bazujące na zebranych przez nas danych obejmujących emitentów, których obligacje były notowane na rynku Catalyst w latach 2009-2012, dokonaliśmy wszechstronnej klasyfikacji kowenantów finansowych odwołując się do klasyfikacji innych autorów³⁵. Wskazaliśmy, że emitenci rynku Catalyst relatywnie rzadko wykorzystują kowenanty finansowe. Większość z nich ma wskaźników, których poziom nie powinny być przekraczane i bazują na danych bilansowych, określając maksymalny poziom dźwigni finansowej. Emitenci unikają kowenantów bazujących na wynikach finansowych, a jeśli już ten typ kowenantu jest używany, wówczas bariera ustawiona jest na mało wymagającym poziomie (jest łatwa do spełnienia, np. wynik nie może być ujemny). Wskazaliśmy również, że liczba finansowych kowenantów i poziom elastyczności przez nie narzucany (tzw. *slack*) są skorelowane z wielkością i z poziomem dźwigni finansowej emitenta, co potwierdza koncepcje teoretyczne, wskazujące na czynniki ograniczające negatywne skutki występowania relacji agencyjnych.

Kolejne dwie publikacje (2016.29, 2017.33) przy współautorstwie B. Brycz były efektem synergii z prowadzenia badań w ramach nurtu II (dywidendy) i III (obligacje) i koncentrowały się na najważniejszej grupie kowenantów, tj. takich zapisach, których celem było blokowanie możliwości wypłat dywidend, czy też szerzej transferu wartości do akcjonariuszy. W pierwszej publikacji wskazaliśmy, w jaki sposób u krajowych emitentów obligacji na rynku Catalyst ogranicza się wypłatę dywidendy. Wskazaliśmy ograniczenia stosowanych kowenantów oraz brak zależności pomiędzy przyjmowanym poziomem kowenantów a dźwignią finansową czy rentownością emitenta, co może wskazywać, że emitenci akceptują warunki emisji niekoniecznie dopasowane do ich specyfiki. Może to wskazywać albo ich niski poziom wiedzy o mechanizmach kontroli za pomocą kowenantów, albo (co wydaje się bardziej prawdopodobne) wskazuje, że rola kowenantów nie jest istotna, jeśli chodzi o ograniczenie transferów do akcjonariuszy. Biorąc pod uwagę ten ostatni wniosek, oraz pod wpływem licznych w tym czasie przypadków niewykupienia długu, gdzie inwestorzy często wskazywali na defraudację środków pozyskanych w ramach emisji obligacji przez właścicieli, dokonaliśmy następnie identyfikacji i klasyfikacji potencjalnych metod transferów wartości do właścicieli, które ewentualnie można blokować w ramach tzw. kowenantów bezpośrednich, ale również wskazaliśmy, że należy przesunąć zainteresowania inwestorów z bezpośredniego monitorowania pojedynczych działań do monitorowania efektów tychże działań. Za taką sugestią stoi, jak wskazaliśmy, nieograniczona lista możliwości przeprowadzania transferów do właścicieli, a przez to niska skuteczność blokowania tego typu działań. Innym przejawem przewagi kowenantów

³⁵ H.B. Christensen, V.V. Nikolaev, *Capital versus Performance Covenants in Debt Contracts*, Chicago Booth Research Paper No. 11-06/2011, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1747909>, J. Day, P. Taylor, *The Role of Debt Contracts in UK Corporate Governance*, *Journal of Management and Governance*, 1998, 2, s. 171–190.



pośrednich nad bezpośrednimi jest przede wszystkim ich efekt, który wywołują, a sprowadza się on do ograniczenia poziomu udziału zaangażowania właścicieli w finansowania działalności emitenta. W przeciwnym razie realizacja transferów w sposób ukryty (nie wprost poprzez dywidendy czy proces skupu akcji własnych) może prowadzić do zmaterializowania się tzw. *empty shell* wg koncepcji Blacka³⁶.

Za swoiste wyróżnienie, potwierdzające, że badania nad kowenantami miały unikalny charakter i były potrzebne na rynku polskim, uznaję otrzymanie propozycji współpracy z firmą CEETA (Central and Eastern Europe Training Advisory), organizującą m.in. coroczny Kongres Obligacji – branżowe spotkanie dla emitentów i inwestorów instytucjonalnych, gdzie miałem okazję do poprowadzenia warsztatów i zaprezentowania wyników badań osobom, które na co dzień są aktywnymi uczestnikami rynku obligacji w Polsce, co zostało bardzo dobrze przyjęte. Praktycy podkreślali brak standardów w obszarze kowenantów na rynku publicznym.

Do głównych osiągnięć badań prowadzonych w ramach nurtu o rynku obligacji, stanowiących wkład w rozwój nauki, zaliczam:

- usystematyzowanie w oparciu o dorobek literatury światowej poglądów dotyczących teorii wyjaśniających konflikt pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami oraz uporządkowanie badań empirycznych dotyczących roli i znaczenia kowenantów w ograniczaniu negatywnych skutków tego konfliktu,
- zaproponowanie klasyfikacji kowenantów, w tym zarówno finansowych jak i niefinansowych, uwzględniającej uwarunkowania polskie, a w przypadku kowenantów dywidendowych przyporządkowanie im sposobów transferu wartości do akcjonariuszy,
- przeprowadzenie badań empirycznych o oryginalnym charakterze w zakresie wykorzystania kowenantów przez emitentów obligacji w warunkach polskich, w tym zaproponowanie modeli ekonometrycznych, wyjaśniających wpływ czynników na liczbę kowenantów.

IV nurt – *impression management* i jakość sprawozdań finansowych

Prowadzone w ramach pierwszego nurtu badania poświęcone jakości sprawozdań finansowych, w których koncentrowaliśmy się na ujawnianiu informacji nieobowiązkowych przez emitentów z rynku NewConnect, stały się okazją do rozpoczęcia studiów nad zagadnieniem *impression management*³⁷. Rosnące znaczenie sprawozdawczości narracyjnej przesunęło postrzeganie raportów spółek z kategorii czysto informacyjnych (ekonomicznych) na kategorie behawioralne oraz motywacji społecznych³⁸. Teoria

³⁶ F. Black, The dividend puzzle, The Journal of Portfolio Management, 1976, vol. 2 (2), s. 5–8.

³⁷ Polskie tłumaczenie jako manipulowanie wrażeniem na wielu konferencjach krajowych budziło zastrzeżenia, dlatego poszukując wciąż odpowiedniego wyrażenia, pozostawiamy je w wersji oryginalnej.

³⁸ V. Beattie, Accounting narratives and the narrative turn in accounting research: issues, theory, methodology, methods and a research framework, British Accounting Review, 2014, 46(2), s. 111–134.

agencji³⁹ wskazuje, że spółki dostosowują właściwą dla siebie politykę rachunkowości poprzez umieszczanie nieobowiązkowych informacji w raportach⁴⁰. Ponownie kluczem łączącym moje dotychczasowe zainteresowania z omawianym nurtem pozostaje kwestia asymetrii informacji, która z jednej strony jest źródłem przewagi zarządu nad inwestorami i wywołuje zarzuty manipulacji, ale z drugiej – staje się problemem, przez to że wpływa na koszt kapitału czy wycenę kapitałów i dlatego powinien być pod kontrolą. W 2014 roku, wraz z dr inż. Dominiką Hadro (Fijałkowską) oraz dr. hab. Karolem M. Klimczakiem (wówczas Akademia L. Koźmińskiego, obecnie Uniwersytet Navarra w Hiszpanii) stworzyliśmy zespół badawczy, w ramach którego otrzymaliśmy grant z Narodowego Centrum Nauki (pn. Przejrzystość informacyjna spółek giełdowych). Zespół opracował bazy danych dotyczące stosowanych technik *impression management* w oparciu o listy do akcjonariuszy, pisane w ramach raportów rocznych przez spółki na giełdzie w Warszawie i w Wiedniu. Baza ta była kodowana ręcznie i na jej podstawie opublikowaliśmy 3 artykuły, a kolejne są w procesie recenzji lub zaawansowanego przygotowania. Dzięki środkom z grantu mieliśmy okazję zaprezentować nasze badania na prestiżowych konferencjach zagranicznych, w szczególności:

- European Accounting Association Congress – konferencje 34/2017 i 40/2019⁴¹, gdzie dostaliśmy się na tzw. Parallel Session, czyli poziom wyżej niż do tej pory;
- Interdisciplinary Workshop On Intangibles And Intellectual Capital. Value Creation, Integrated Reporting And Governance – konferencje: 24/2015 i 37/2017⁴², gdzie zostaliśmy dwukrotnie wyróżnieni za najlepszy artykuł⁴³

Obecnie baza rozwijana jest w trzech wymiarach: poszerzana jest grupa przeanalizowanych listów do akcjonariuszy, badania rozszerzyliśmy również o angielskojęzyczne wersje oraz stworzyliśmy wstępną wersję bazy, opartą o sprawozdanie z działalności zarządu. Podjęliśmy również współpracę z zespołem zajmujących się wykorzystaniem sztucznej inteligencji w analizie tekstów z Politechniki Wrocławskiej⁴⁴, co, jak mamy nadzieję, umożliwi wprowadzenie nowych metod analizy tekstu i istotnie zwiększy prędkość oraz przyspieszy jej analizę. Zespół pracuje obecnie w ramach grantu „*Wpływ czynników instytucjonalnych i ekonomicznych oraz przesłanek (incentives) na jakość raportowania spółek publicznych w wybranych krajach europejskich*”, opisanego w części G załącznika 5 (pkt. 4).

W pierwszej publikacji (2015.26) dokonaliśmy analizy i oceny poziomu optymizmu w zależności od prezentowanych przez spółki wyników finansowych, pokazując, iż ton listów do akcjonariuszy

³⁹ R.L. Watts, J.L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall Inc., 1986.

⁴⁰ M. Smith, R.J. Taffler, *The chairman's statement-A content analysis of discretionary narrative disclosures*, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2000, 13 (5), s. 624-647.

⁴¹ Numery konferencji wg listy z załącznika 4 pkt. II. I.

⁴² Numery konferencji wg listy z załącznika 4 pkt. II. I.

⁴³ Szczegółowe informacje o wyróżnieniach znajdują się w Załączniku 4, pkt. II.H.

⁴⁴ CLARIN – Centrum Technologii Językowych.



nie zależy od rzeczywistych wyników finansowych. Ponadto, podobnie jak w innych krajach europejskich i w USA, managerowie przypisują sobie tzw. sukcesy firm, a „porażki” widzą jak efekt czynników zewnętrznych. Były to oryginalne badania dla rynku polskiego, ale również jeśli chodzi o analizę treści listów do akcjonariuszy. W przypadku drugiej publikacji (2017.32)⁴⁵, przygotowanie ostatecznej wersji zajęło nam ponad 2 lata i kilka rund recenzji i poprawek, i było niepowtarzalną okazją do zdobycia wyjątkowych doświadczeń współpracy z prestiżowym wydawcą zagranicznym. W publikacji pokazaliśmy praktyki komunikowania się zarządu z inwestorami z wykorzystaniem listów do akcjonariuszy, towarzyszącym rocznym sprawozdaniom finansowym. Zaproponowaliśmy model, identyfikujący wybrane techniki *impression management*, stosowane w listach do akcjonariuszy, ale z uwzględnieniem wpływu poziomu koncentracji właścicieli. Dzięki zastosowaniu klastrowania, wskazaliśmy na cztery typowe rodzaje listów do akcjonariuszy. W ostatnim, opublikowanym do tej pory artykule (2018.35) dokonaliśmy analizy słownej listów do akcjonariuszy, przedstawiając istotę poszczególnych technik *impression management*, oraz sposób ich wykorzystania do osiągnięcia określonych celów w manipulowaniu odbiorców informacji.

Badania dotyczące komunikacji z inwestorami za pośrednictwem sprawozdań finansowych są kontynuowane, jednak już dziś mogę wskazać, iż wkład w teorię finansów polega na:

- uporządkowaniu dotychczasowych badań nad sposobem ujawniania informacji w ramach tzw. sprawozdawczości narracyjnej,
- zaproponowaniu narzędzi badawczych (np. służących do określania tonu) uwzględniających specyfikę języka polskiego (w dotychczasowych badaniach zdecydowana większość wniosków odnosi się do sprawozdawczości w języku angielskim),
- zaproponowaniu modeli ekonometrycznych, opisujących ton listów do akcjonariuszy, co zwiększyło wiedzę o strukturach takich listów, czynnikach determinujących poziom tonu (optymizmu/pesymizmu),
- połączeniu czynników z obszaru ładu korporacyjnego z technikami *impression management* i analizowanie *impression management* w szerszym niż to zazwyczaj jest robione kontekście (za pomocą zestawu cech, a nie wg jednej wybranej cechy).

Nurt V – zagadka dyskonta w wycenach funduszy inwestycyjnych

Anomalie rynkowe, takie jak zachowania cen w debiucie na giełdzie, obserwowane są również na rynku certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte. W latach 2012-2015, razem z dr. Pawłem Prędkiewiczem przeprowadziliśmy unikatowe dla rynku polskiego badania

⁴⁵ Publikacja jest na drugim miejscu, jeśli chodzi o liczbę cytowań.



dotyczące notowanych certyfikatów FIZ. Celem badań było początkowo sprawdzenie, czy opisane publikacjach zagranicznych (w Polsce tylko przytaczane jako przykład bez badań⁴⁶) w Polsce występuje zjawisko niedowartościowania rynkowych wycen certyfikatów inwestycyjnych w porównaniu z regularnie ujawnianymi wycenami księgowymi (tzw. *net asset value*, NAV). W efekcie przygotowaliśmy publikację (2012.16), po raz pierwszy w Polsce przedstawiając rozmiar tego zjawiska dla jedynego wówczas płynnego waloru na tym rynku.

Druga publikacja (2015.28) poświęcona była wyjaśnieniu czynników, które wpływają na poziom dyskonta. Wskazaliśmy, iż cena rynkowa certyfikatów inwestycyjnych zależna jest od cyklicznego zachowania inwestorów, w zależności od tego, czy posiadają (czy też nie) prawo do umorzenia papierów wartościowych. Kolejnym odkryciem było ustalenie, iż inwestorzy uzależniają swoje decyzje inwestycyjne od historycznych stóp zwrotu oraz, że korygują swoje pozycje w następnym dniu po ujawnieniu wartości księgowej aktywów funduszu, a następnie uzależniają swoje decyzje od zmian w indeksie WIG. Badania stanowiły wkład w rozwój nauki finansów, w szczególności w obszarze efektywności rynków finansowych i finansów behawioralnych, poprzez stworzenie zaproponowanie unikalnego modelu ekonometrycznego i wskazanie czynników wpływających na wycenę instrumentów finansowych.

Pozostałe publikacje powiązane były z badaniami prowadzonymi w ramach pracy doktorskiej lub wynikały z moich innych zainteresowań, aktywności dydaktycznej lub działań związanych z wdrażaniem procedur uznawalności.

5.3. Inne osiągnięcia naukowo – badawcze – podsumowanie

Do pozostałych osiągnięć naukowo – badawczych, zrealizowanych po uzyskaniu stopnia doktora przyznane mi następujące wyróżnienia i nagrody:

- nagroda Rektora II stopnia w roku 2016, 2017 i 2018 za działalność naukowo – dydaktyczną,
- medal brązowy za długoletnią służbę – przyznany 22.11.2016 r. przez Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej,
- wyróżnienie za artykuł prezentowany na konferencji 11th Interdisciplinary Workshop On Intangibles, Intellectual Capital And Extra-Financial Information w Atenach (2015),

⁴⁶ A. Szyszka, A. Zaremba, *Źródła i skutki ograniczeń arbitrażu*, w: Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami, t. 2: Wycena przedsiębiorstw i zarządzanie wartością, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009, s. 243–254.



- wyróżnienie za artykuł prezentowany na konferencji 13th Interdisciplinary Workshop On Intangibles And Intellectual Capital. Value Creation, Integrated Reporting And Governance w Anconie (2017),
- oraz Nagroda Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego dla mgr Martyny Żyły za pracę magisterską o charakterze badawczym pt. „*Teoria sygnalizacji w polityce dywidend na przykładzie spółek notowanych na NewConnect*”, dla której byłem promotorem.

Ponadto za istotne osiągnięcia uważam:

- uzyskanie przed doktoratem grantu promotorskiego z Komitetu Badań Naukowych, pn. „*Uwarunkowania rozwoju rynku krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce*”, zakończony przygotowaniem rozprawy doktorskiej (2004-2005),
- otrzymanie finansowania i realizację jako wykonawca w projekcie badawczym „*Ład korporacyjny na europejskich alternatywnych systemach obrotu*” (2011-2015), finansowanym przez Narodowe Centrum Nauki (Sonata),
- otrzymanie finansowania i realizację jako wykonawca w projekcie badawczym „*Przejrzystość informacyjna spółek giełdowych*” (2015-2017), finansowany przez Narodowe Centrum Nauki (Opus),
- otrzymanie finansowania i realizację jako Lider Zespołu (Kierownik) w projekcie badawczym „*Jakość raportowania kapitału intelektualnego w europejskich uczelniach wyższych*” (2018-2019), finansowany przez MNiSW,
- otrzymanie finansowania i realizację jako wykonawca w projekcie badawczym „*Wpływ czynników instytucjonalnych i ekonomicznych oraz przesłanek (*incentives*) na jakość raportowania spółek publicznych w wybranych krajach europejskich*”, (2018-2019), finansowany przez MNiSW.

Szczególną satysfakcję sprawia mi wspieranie rozwoju kadr naukowych poprzez aktywne uczestniczenie w procesach doktorskich w roli promotora pomocniczego:

- pełnienie funkcji promotora pomocniczego w 2 przewodach doktorskich (N. Śmieja, I. Perechuda) zakończonych obroną,
- pełnienie funkcji promotora pomocniczego w 3 otwartych przewodach doktorskich (A. Tymińska, T. Duda, M. Gallen),
- ponadto wsparcie w roli pomocniczego opiekuna naukowego dla 2 doktorantów (przed otwarciem przewodu: mgr A. Choma, M. Żyła).



5.4. Podsumowanie

Przedstawione w Autoreferacie badania, których byłem autorem lub współautorem pracując w różnych zespołach badawczych, przyczyniają się do zwiększenia wiedzy w wielu płaszczyznach:

- poznawczej, przez to we wszystkich prezentowanych pięciu nurtach, dotyczą ważnych i aktualnych dla nauki problemów badawczych,
- teoretycznej (szczególnie klasyfikacyjnej, gdzie systematyzują wiedzę – w szczególności dotyczy to nurtu o zastosowaniu kowenantów na rynku obligacji, ale także definicyjną (np. zidentyfikowany i opisany w monografii mechanizm mnożenia emisji przy zachowaniu kontroli, nazwany zjawiskiem odwróconej kaskady),
- metodologicznej, gdzie w każdym nurcie proponowałem oryginalne modele ekonometryczne lub zmienne (np. *Range*, czy indeks jakości sprawozdań), mierzące badane zależności,
- integracyjnej, łącząc dorobki różnych dyscyplin, np. ekonomii, nauk o zarządzaniu, finansów, psychologii, oraz prezentując w ramach zagadnień bogaty przegląd literatury, w szczególności badań międzynarodowych, ze względu na wskazane luki w badaniach na rynku polskim,
- normatywnej, co w szczególności dotyczy nurtu o rynkach alternatywnych i rynku obligacji, gdzie wyniki badań mogły stanowić podstawę do ocen lub formowania zaleceń dla regulatorów rynku, co miało miejsce w przypadku rynku NewConnect, oraz w przypadku rynku Catalyst, gdzie nasz baza danych o kowenantach i wnioski z badań posłużyły instytucji finansowej do przygotowania propozycji warunków emisji dla jej klientów,
- użytecznej – przeprowadzone badania, nie dość, że były zainspirowane potrzebami praktyki, to w dużym stopniu mogą być wykorzystywane przez praktyków rynku, np. przy ocenie atrakcyjności debiutantów na rynkach alternatywnych, czy skuteczności zabezpieczeń przed ryzykiem konfliktu pomiędzy akcjonariuszami a obligatariuszami, ale także były wykorzystywane do tworzenia strategii inwestycyjnych na rynku certyfikatów inwestycyjnych FIZ.

Podsumowując, za moje szczególne osiągnięcia naukowe uważam:

- zainicjowanie badań naukowych o charakterze empirycznym w obszarach do tej pory będących poza kręgiem zainteresowania naukowców w Polsce, w szczególności dotyczących problemów związanych z asymetrią informacji:



- zjawiska underpricingu i reakcji cen w krótkim okresie po debiucie na rynkach alternatywnych akcji,
 - konfliktu interesów pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami,
 - teorii sygnalizacji (wyjaśniającej wypłatę dywidend),
 - zagadki dyskonta na rynku zamkniętych funduszy inwestycyjnych;
- stworzenie prężnie działających, rozwijających swoje kompetencje i umiejętności naukowe, zespołów badawczych, które:
 - projektowały i przygotowywały oryginalne w większej części ręcznie zbierane unikalne bazy danych oraz wykorzystywały je w celach naukowych, dydaktycznych, komercyjnych i w ramach popularyzacji nauki,
 - rozwijały początkowe badania w badania łączące wiele wątków (np. łąd korporacyjny z nieefektywnościami rynkowymi, łąd korporacyjny z informacyjną jakością sprawozdań finansowych, badania nad polityką dywidend z rynkiem obligacji, czy też politykę dywidendową z rynkami akcji o wysokim poziomie asymetrii informacji, analizy finansowe w obszarze zdolności do generowania nadwyżek środków pieniężnych z polityką dywidend),
 - dwukrotnie uzyskiwały granty badawcze z Narodowego Centrum Nauki (Załącznik 5 pkt. G – projekty 1 i 2),
 - rozszerzały współpracę z kolejnymi naukowcami, w tym zagranicznymi, czego przykładem są współprace w ramach projektów restrukturyzacyjnych (Załącznik 5 pkt. G – projekty 3 i 4);
- przygotowanie referatów i zakwalifikowanie się na prestiżowe międzynarodowe konferencje (dwukrotne Interdisciplinary Workshop On Intangibles, Intellectual Capital, czterokrotne z 5 referatami European Accounting Association Congress, World of Finance) i dwukrotne otrzymanie wyróżnień (Interdisciplinary Workshop On Intangibles, Intellectual Capital),
- opublikowanie artykułu w Accounting in Europe, prowadzonym przez European Accounting Association i Taylor & Francis, który mimo braku Impact Factor jest powszechnie uważany za prestiżowy,
- uczestniczenie w 5 postępowaniach doktorskich w roli promotora pomocniczego, wspierając doktorantów w badaniach empirycznych, które są pokłosiem moich zainteresowań,



- ciągły rozwój zarówno pod względem wiedzy w płaszczyźnie teoretycznej, jak i pod względem umiejętności: w płaszczyźnie narzędziowej – statystyczno – ekonometrycznej, kontaktów międzynarodowych i umiejętności publikacyjnych.

VI. Opis działalności organizacyjnej, dydaktycznej i popularyzującej naukę

6.1. Działalność organizacyjna

Od początku mojego zatrudnienia w Uniwersytecie Ekonomicznym we Wrocławiu jestem zaangażowany w życie uczelni nie tylko jako dydaktyk i naukowiec. Wśród najważniejszych przejawów mojej obecności na uczelni chciałbym wskazać szczególnie pełnienie funkcji w różnych gremiach uczelnianych:

- członek Senatu Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu w latach 2012-2016,
- członek Senackiej Komisji ds. Rozwoju Kadr Naukowych (2012-2016), odpowiedzialnej m.in. za przeprowadzanie ocen okresowych pracowników naukowo – dydaktycznych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu,
- członek Senackiej Komisji Budżetowej, w dwóch kadencjach, tj. w latach 2012-2016 (tu także w roli sekretarza Komisji) oraz od 2016 do teraz (w ramach pełnienia tej funkcji uczestniczyłem dwukrotnie (2015, 2018) w procesie uzyskiwania prestiżowej akredytacji Europejskiej Fundacji Systemu Akredytacji Rozwoju Zarządzania EPAS przez studia Bachelor Studies in Finance oraz Master Studies in Finance, prowadzone na Wydziale Zarządzania, Informatyki i Finansów, reprezentując Dział Kwestury naszej Uczelni),
- członek Senackiej Komisji ds. Controllingu od 2016 do teraz,
- członek Senackiej Komisji Statutowej w latach 2014-2016, przygotowującej nowy statut uczelni, zatwierdzony w roku 2015,
- członek Rektorskiej Komisji ds. Rozpatrywania Różnic Inwentaryzacyjnych od 2016 do teraz,
- członek Wydziałowej Komisji ds. Uznawalności Efektów Kształcenia w latach 2014 – 2015,
- członek Wydziałowej Komisji ds. Potwierdzania Efektów Uczenia Się (od 2015 do teraz),
- członek Rady Biznesu przy kierunku Finanse i Rachunkowość na Wydziale Nauk Ekonomicznych od 2016 do teraz,
- sekretarz i członek komisji rekrutacyjnej na Wydziale Nauk Ekonomicznych (m.in. 2004, 2013, 2014),

- opiekun specjalności Rynki finansowe na I stopniu na kierunku Finanse i Rachunkowość na Wydziale Nauk Ekonomicznych,
- opiekun specjalności Rynki finansowe na II stopniu na kierunku Finanse i Rachunkowość na Wydziale Nauk Ekonomicznych.

Ponadto byłem aktywnym członkiem zespołów przygotowujących konferencje naukowe:

- jako sekretarz 2 części tematycznych w ramach Konferencji Katedr Finansowych „Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki” w dn. 12.-14. września 2011 w Kudowie Zdrój,
- jako organizator seminarium naukowego „Badania empiryczne na polskim rynku kapitałowym” (17. maja 2016) – wspólnie z dr inż. D. Hadro,
- jako członek Komitetu Naukowego Konferencji „Konferencja „Finanse korporacyjne – wyzwania i dylematy XXI wieku” (21 wrzesień 2018).

W obszarze dydaktyki wykazywałem się jako organizator szkoleń i studiów podyplomowych, a także uczestniczyłem w innowacyjnym projekcie wdrożenia w Uniwersytecie Ekonomicznym we Wrocławiu procedury uznawalności dla studentów. Wybrane aktywności zostały przedstawione poniżej:

- pomysłodawca i trener na szkoleniach w Centrum Kształcenia Ustawicznego: "Analiza finansowa przedsiębiorstwa (warsztaty praktyczne)", "Finansowa ocena projektów inwestycyjnych", "Rachunek przepływów pieniężnych - sporządzanie, i analiza" – od 2015 roku do teraz,
- kierownik studiów podyplomowych „Finanse i Bankowość” (od 2008 r. do teraz – łącznie 9 edycji),
- pomysłodawca i kierownik studiów podyplomowych „Zarządzanie wartością. Inwestycje. Rozwój. Giełda” (2 edycje w latach 2010-2011 oraz 2012-2013) – projekt międzywydziałowy przygotowany z dr. hab. Tomaszem Słońskim (Katedra Finansów Przedsiębiorstwa i Zarządzania Wartością),
- pomysłodawca i inicjator studiów podyplomowych „Venture Capital i inne źródła finansowania” – projekt przygotowany z funduszem MCI SA w 2006 r.,
- pomysłodawca i kierownik studiów podyplomowych „Dyrektor Finansowy” (od 2018 roku do teraz, uruchomione 2 edycje),
- pomysłodawca i kierownik studiów podyplomowych „Narzędzia Analityka Finansowego” (od 2018 do teraz, uruchomiona 1 edycja),
- pomysłodawca, współautor wniosku o dofinansowanie (z dr. Pawłem Prędkiewiczem) i trener w projekcie szkoleniowym „Nowoczesny finansista”, finansowanego przez Dolnośląski Urząd Pracy (z Europejskiego Funduszu Społecznego) w 2009 roku,



- kierownik studiów podyplomowych "Zarządzanie finansami MSP" w ramach projektu "Innowacyjny Menedżer 2" (EFS, 2007-2008, 2 edycje),
- administrator / opiekun dwóch kierunków na Międzywydziałowych Menadżerskich Studiach Podyplomowych w ramach "Kuznia Kadr", projekt finansowany z PO KL (rozpoczęcie X.2009),
- trener i koordynator obszaru "Finanse" w projekcie "KUZNIA KADR 2" (2009/10), projekt finansowany z PO KL,
- trener w szkoleniach projektu „Kuznia Kadr 6 czyli Wzmocnienie i rozwój potencjału dydaktycznego Uczelni poprzez wypracowanie innowacyjnego modelu kształcenia przez całe życie”: "Wycena przedsiębiorstwa", "Analiza finansowa", "Inwestycje na rynkach finansowych", oraz współautor opracowania poświęconego uznawalności wiedzy i umiejętności „Pakiet rozwiązań w zakresie transferu efektów kształcenia ustawicznego na punkty ECTS”⁴⁷,
- współautor uczelnianego Regulaminu uznawalności efektów kształcenia zdobywanych w systemach pozaformalnych i nieformalnych w Uniwersytecie Ekonomicznym we Wrocławiu.

6.2. Działalność dydaktyczna

Prowadzone przeze mnie zajęcia dydaktyczne są zbieżne z zainteresowaniami naukowymi i w szczególności dotyczą finansów przedsiębiorstw i rynków finansowych. W roli dydaktyka prowadziłem zajęcia, w formie wykładów, ćwiczeń i laboratoriów komputerowych, na wszystkich trybach i stopniach, w tym również na III stopniu (studiach doktoranckich). Prowadzone przeze mnie zajęcia były wysoko oceniane przez studentów w ankietach ewaluacyjnych (zewnętrznych, przeprowadzanych przez Uczelnię) jak i wewnętrznych (przeprowadzanych przeze mnie).

Poniżej przedstawiam nazwy przedmiotów, których byłem lub do dziś jestem wykładowcą:

I. Wykładane przedmioty w ramach I i II stopnia oraz na studiach podyplomowych:

- obszar: Analiza finansowa i finanse przedsiębiorstw:
 - Analiza finansowa,
 - Zaawansowana analiza finansowa,
 - Sporządzanie i analiza rachunku przepływów pieniężnych,
 - Finanse przedsiębiorstwa,
 - Zaawansowane zarządzanie finansami przedsiębiorstw,
 - Analiza fundamentalna,
 - Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa,
 - Kreowanie wartości przez spółki giełdowe,
 - Ocena efektywności projektów inwestycyjnych,
 - Planowanie i ocena projektów inwestycyjnych.

⁴⁷ Wdrożenie było jednym z pierwszych w Polsce i obejmowało studentów (w przeciwieństwie do później wprowadzonych regulacji dotyczących kandydatów na studentów).



- obszar: Rynki finansowe:

- Podstawy rynku kapitałowego i pieniężnego,
- Instytucje i instrumenty rynku kapitałowego,
- Rynek kapitałowy i pieniężny,
- Rynki finansowe,
- Praktyczne aspekty inwestowania na rynku pieniężnym i kapitałowym,
- Przedsiębiorca na rynku kapitałowym,
- Pozyskiwanie kapitału z rynków finansowych,
- Rynek egzotycznych instrumentów pochodnych,
- Rynek instrumentów dłużnych w Polsce,
- Inwestowanie na rynku finansowym,
- Globalne rynki finansowe,
- Instrumenty pochodne na rynkach finansowych,
- Makroekonomiczne otoczenie rynków finansowych,
- Otoczenie prawne rynku kapitałowego,
- Portfel inwestycyjny,
- Zarządzanie funduszami inwestycyjnymi,
- Zarządzanie portfelem i wycena papierów wartościowych.

Do wszystkich wymienionych powyżej przedmiotów (poza Globalnymi rynkami finansowymi) przygotowałem samodzielnie autorskie sylabusy.

W przypadku przedmiotu Rynki finansowe / Podstawy rynku kapitałowego i pieniężnego współpracowałem przy realizacji przedmiotu z wieloma osobami i podmiotami z tzw. praktyki gospodarczej (np. portal Stockwatch.pl, myfund.pl, bankier.pl, fundamentalna.net), prowadząc w ramach przedmiotu dodatkowo tzw. grę giełdową (tworzenie portfeli inwestycyjnych i uzasadnianie decyzji inwestycyjnych). W przypadku przedmiotu Ocena efektywności projektów inwestycyjnych współpracowałem z osobami zarządzającymi ze start-upu Agribot, którzy gościli studentów we Wrocławskim Parku Przemysłowym i udostępniali swoje własne projekty biznesowe (np. autonomiczny robot rolniczy Agribot, urządzenie medyczne Coolmen i inne) na podstawie których studenci przygotowywali i oceniali modele biznesowe i efektywność wykorzystania kapitału.

II. Zajęcia dla studentów programu Erasmus:

- Underpricing and IPO long-run performance on the European stock exchanges.

Przedmiot został zaproponowany jako efekt uboczny i powstał dzięki badaniom prowadzonym w ramach grantu NCN na temat rynków alternatywnych w Europie. Miał formę wykładu teoretycznego, któremu towarzyszyły warsztaty praktyczne, gdzie studenci analizowali zachowanie się cen akcji na rynkach alternatywnych, zaraz po ich wprowadzeniu do obrotu (tj. po ich debiucie giełdowym). Przedmiot był wspólną koncepcją i był prowadzony w języku angielskim razem z dr inż. D. Hadro.



III. Wykładane przedmioty w ramach III stopnia:

- Problemy badawcze w finansach,
- Pieniądz współczesny jako przedmiot zjawisk finansowych,
- Transfery do właścicieli jako przedmiot badań naukowych (przedmiot do wyboru na III roku studiów doktoranckich).

Jako podsumowanie pracy dydaktycznej przedstawiam wykaz zrealizowanych godzin przeprowadzonych zajęć dydaktycznych ze studentami (uwzględniające I i II stopień, bez studiów III stopnia, bez studiów podyplomowych):

	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019 (tylko sem. zimowy)*
RAZEM godziny dydaktyczne:	560	360	480	642	612	753	361	371	423	405	318	153

*W semestrze letnim 2018/2019 przebywałem na urlopie wychowawczym.

Studenci dwukrotnie przyznawali mi nagrodę The Bestora (2006, 2008, 2009) dla wyróżniających się dydaktyków.

Jeśli chodzi o aktywność w roli promotora prac rygorowych, poniżej zostały przedstawione dane liczbowe nt. liczby wypromowanych studentów, którzy ukończyli studia i obronili się na I i II stopniu:

- promotor obronionych prac magisterskich dla 88 osób w okresie 2010-2016,
- promotor obronionych prac licencjackich dla 6 osób w 2017 roku,
- recenzent prac magisterskich i licencjackich: 171 prac w okresie 2011 – 2018.

W latach 2018 – 2019 (do kwietnia) byłem opiekunem 13 studentów przygotowujących prace licencjackie.

Jako opiekun specjalności stworzyłem koncepcję programową i jestem odpowiedzialny za uaktualnianie programu studiów na specjalności Rynki finansowe w ramach studiów I i II stopnia na kierunku Finanse i Rachunkowość.

Wspólnie z zespołem przygotowałem skrypt, pn. *Podstawy rynku finansowego – przykłady i zadania*, w którym prezentowana wiedza teoretyczna służy bezpośrednio do rozwiązywania zadań praktycznych. Byłem redaktorem tej publikacji (razem z dr Magdaleną Broszkiewicz) oraz autorem rozdziału o obligacjach.



6.3. Działalność popularyzująca naukę

W obszarze popularyzacji nauki mogę wskazać następujące aktywności:

- dwukrotnie pełniąc funkcję redaktora naukowego (wraz z dr. Piotrem Lutym) przygotowaliśmy publikację „Debiuty studenckie. Finanse” (w roku 2017 i w roku 2018). Studenci mieli możliwości przygotować pod naszą opieką publikacje naukowe recenzowane. Moją rolą było zachęcenie wyróżniających się studentów do przygotowania artykułów, wspieranie studentów przy tworzeniu koncepcji referatów, wstępna weryfikacja i zgłaszanie uwag przed recenzjami, wsparcie przy uwzględnianiu uwag recenzentów, koordynacja procesy wydawniczego;
- pełniłem funkcję opiekuna Koła Naukowego Rynku Kapitałowego "Hossa Procapital", jednego z najstarszych i najbardziej aktywnych kół naukowych w Uniwersytecie Ekonomicznym we Wrocławiu (w latach 2001-2014). Do moich obowiązków należało m.in. inicjowanie aktywności naukowej, wciąganie studentów do pracy naukowej, wsparcie przy organizowaniu konferencji, pozyskiwaniu wewnętrznych grantów badawczych z Uczelni, realizowaniu badań w ramach tych grantów, wsparcie przy realizacji projektów zleconych przez podmioty zewnętrzne (np. pomoc przy opracowywaniu matrycy ryzyka spółki deweloperskiej przed debiutem giełdowym na potrzeby sporządzenia prospektu emisyjnego), pomoc merytoryczna przy organizacji konkursów z wiedzy o rynkach finansowych,
- wystąpienie jako prelegent na III Kongresie Obligacji Korporacyjnych (21 i 22 listopada 2016 r.) – prestiżowej konferencji branżowej, gdzie miałem okazję poprowadzić warsztatów dla pracowników emitentów obligacji, domów maklerskich i funduszy inwestycyjnych – temat mojego wystąpienia dotyczył kowenantów finansowych i ich znaczenia w ocenie kondycji finansowej emitentów obligacji na rynku Catalyst,
- przygotowywałem pytania z obszaru finansów na potrzeby Konkursu Wiedzy Ekonomicznej organizowanego przez stowarzyszenie studentów przy UE we Wrocławiu WIGGOR (2008),
- byłem członkiem jury i współorganizatorem Konkursu przedsiębiorczości dla uczniów szkół ponadgimnazjalnych organizowanego w ramach projektu „Być przedsiębiorczym – nauka przez działanie. Innowacyjny program nauczania przedsiębiorczości w szkołach ponadgimnazjalnych”, współfinansowanego przez Unię Europejską w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego (2012),
- prowadziłem warsztaty dla absolwentów Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu w ramach Alumni Weekend (Weekend Absolwenta) w latach 2014 i 2015,
- prowadziłem warsztaty dla uczniów szkoły podstawowej pn. "Kuźnia odkrywców wiedzy" moduł Odkrywcy – Przedsiębiorczość (2018-2019).



- prowadziłem w tzw. tandemach (wspólnie z praktykami) zajęcia dla studentów w ramach projektu Kuźnia kompetencji (2016-2018), dotyczące wyceny przedsiębiorstw i oceny projektów inwestycyjnych,
- uczestniczę w różnego rodzaju projektach szkoleniowo – doradczych oraz jako biegły sądowy lub biegły ds. opinii prywatnej, powołany przez jedną ze stron postępowaniach cywilnych i karnych (przykładowe projekty umieściłem w Załączniku 5. III.M).

Marek Pauka
16.04.2018