

**Autoreferat przedstawiający zainteresowania i osiągnięcia
w pracy naukowo-badawczej oraz dydaktycznej**

Paweł Mielcarz

ZAŁĄCZNIK 3

Wstęp	3
1. Informacja o przebiegu edukacji i zatrudnienia	3
2. Ogólna charakterystyka pracy naukowo – badawczej i dydaktycznej	4
3. Charakterystyka osiągnięcia naukowego stanowiącego wkład w rozwój dyscypliny finanse, o którym mowa w art. 16 ust. 2 Ustawy o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki	7
3.1 Uzasadnienie wyboru tematyki prac badawczych	7
3.2 Hipotezy badawcze	9
3.3 Metodyka badawcza	11
3.4 Uzyskane wyniki stanowiące wkład w rozwój dyscypliny finanse	11
3.5 Podsumowanie	15
4. Pozostałe osiągnięcia naukowe	16
4.1 Zarządzanie wartością oraz wycena przedsiębiorstw i projektów inwestycyjnych	16
4.1.1 Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstw	17
4.1.2 Metodyka oceny projektów inwestycyjnych i wpływ inwestycji na sytuację finansową przedsiębiorstw	20
4.2 Oddziaływanie czynników politycznych na finanse przedsiębiorstw.....	26
4.3 Oddziaływanie rekomendacji na rynki akcji	27
4.4 Rachunek kosztów w jednostkach naukowo – dydaktycznych	27
5. Działalność dydaktyczna, popularyzatorska i organizacyjna	28
6. Bibliografia	31

WSTĘP

W autoreferacie podsumowuję mój dorobek badawczy, dydaktyczny i popularyzatorski z lat 2000-2015, ze szczególnym uwzględnieniem okresu po uzyskaniu stopnia naukowego doktora, tj. po marcu 2006 roku. Po przedstawieniu informacji o przebiegu edukacji i zatrudnieniu, w **części drugiej** autoreferatu prezentuję ogólną charakterystykę moich zainteresowań naukowo - badawczych oraz dydaktycznych. Celem tej charakterystyki jest ukazanie szerszego kontekstu zagadnień omawianych w pozostałych częściach autoreferatu.

W głównej części autoreferatu prezentuję wyniki prac badawczych stanowiące główne osiągnięcie naukowe w rozumieniu 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 (**część trzecia**) oraz rezultaty innych prac naukowych (**część czwarta**). W **części piątej** natomiast charakteryzuję moją działalność dydaktyczną, popularyzatorską i organizacyjną. W końcowej części autoreferatu przedstawiam zestawienia tabelaryczne publikacji i wygłoszonych referatów naukowych.

1. INFORMACJA O PRZEBIEGU EDUKACJI I ZATRUDNIENIA

Edukację na poziomie wyższym rozpocząłem w październiku 1995 roku w Wyższej Szkole Przedsiębiorczości i Zarządzania (obecnie Akademia Leona Koźmińskiego). Podczas studiów szczególnie zainteresowała mnie tematyka zarządzania **finansami przedsiębiorstw**. Wiedzę w tym zakresie zdobywałem pod kierunkiem prof. dra hab. K. Jackowicza, do którego uczęszczałem m.in. na seminarium licencjackie i magisterskie. Umiejętności w obszarze modelowania finansowego i wyceny przedsiębiorstw rozwijałem również podczas semestralnych studiów w University of Greenwich, w Londynie (1999). W trakcie ostatniego roku studiów zdobywałem doświadczenia zawodowe pracując w dziale finansowym firmy Gaspol S.A. W czerwcu 2000 roku obroniłem pracę magisterską pt. *„Zarządzanie ryzykiem kredytowym w działalności przedsiębiorstwa”*.

Po ukończeniu studiów rozpocząłem pracę w Katedrze Finansów Akademii Leona Koźmińskiego. Zbierane w tym okresie doświadczenia dydaktyczne i doradcze kształtowały kierunki prowadzonych przeze mnie badań, które w tym czasie koncentrowały się na zagadnieniach oceny projektów inwestycyjnych, planowania finansowego i aplikacyjnych uwarunkowań wyceny opcji realnych. W efekcie tych prac przygotowałem pod kierunkiem prof. dra hab. A. Z. Nowaka rozprawę doktorską pt. *„Metody wyceny projektów badawczo - rozwojowych w Polsce”*, którą obroniłem w marcu 2006.

Od kwietnia 2006 roku jestem zatrudniony na stanowisku adiunkta w Katedrze Finansów Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie (ALK). Poza pracą naukowo – dydaktyczną pełnię funkcję Kierownika Merytorycznego studiów podyplomowych w zakresie finansów, Koordynatora Merytorycznego anglojęzycznych studiów magisterskich na kierunku finanse i rachunkowość oraz jestem członkiem Komitetu Finansowego ALK. Moje kompetencje naukowe i dydaktyczne rozwijałem m.in. poprzez udział w specjalistycznych programach

organizowanych przez Bled School of Management (*International Management Teachers Academy, Research and Publishing Module*, Bled 2011) oraz Harvard Business School (*Global Colloquium on Participant - Centered Learning*, Boston 2013 i *Case Writing Workshop*, Shanghai 2015). Od roku 2011 na stałe współpracuję ESSCA, – École de Management, Angers (Francja), gdzie prowadzę specjalistyczne zajęcia z analizy i inżynierii finansowej. Od roku 2012 pełnię również funkcję biegłego sądowego z zakresu wyceny przedsiębiorstw oraz wartości niematerialnych i prawnych.

2. OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA PRACY NAUKOWO – BADAWCZEJ I DYDAKTYCZNEJ

Prowadzone przeze mnie w ciągu ostatnich piętnastu lat prace badawcze lokują się w **czterech głównych obszarach z zakresu finansów przedsiębiorstw**.

Pierwszym z tych obszarów były szeroko rozumiane **zarządzanie wartością i wyceny przedsiębiorstw oraz projektów inwestycyjnych**. Poza osiągnięciami badawczymi w tym zakresie, moje prace nad problematyką wyceny doprowadziły mnie m.in. do pytania, na ile inwestorzy giełdowi zwracają uwagę na wyceny akcji przygotowywane przez analityków opracowujących rekomendacje inwestycyjne. Dalsza ewolucja moich zainteresowań skutkowała bardziej wielowątkowym ujęciem tematyki rekomendacji giełdowych w pracach badawczych. W konsekwencji drugim obszarem moich zainteresowań stało się zagadnienie **oddziaływania rekomendacji oraz determinant wpływających na siłę ich oddziaływania na rynki akcji**. Współpraca naukowa z prof. drem hab. K. Jackowiczem, prekursorem polskich prac empirycznych nad wpływem polityki na szeroko rozumiane zjawiska finansowe, skłoniły mnie do podjęcia także badań nad **oddziaływaniem czynników politycznych na finanse przedsiębiorstw działające w Polsce**, co stanowi trzeci obszar moich zainteresowań badawczych. Ponadto, ze względu na pełnioną funkcję w Komitecie Finansowym ALK, zainteresowałem się problematyką **organizacji systemów rachunku kosztów i wspierania decyzji menedżerskich w jednostkach naukowo – dydaktycznych**. Aktualnie obszar ten stanowi **czwarty**, mniej znaczący, element mojej aktywności badawczej i profesjonalnej. Pierwszy z wymienionych obszarów badawczych w pewnym stopniu był obecny w mojej pracy naukowej już przed uzyskaniem stopnia doktora. Po uzyskaniu wspomnianego stopnia rozwijałem swoje wcześniejsze zainteresowania oraz zająłem się nowymi obszarami badań.

Efektom realizacji prac badawczych w latach 2000-2016 jest łącznie **50 publikacji**. Kolejne cztery opracowania zostały złożone do recenzji i/lub zostały przyjęte do prezentacji na zagranicznych konferencjach naukowych. Po **otrzymaniu stopnia doktora opublikowano 34 prace naukowe mojego autorstwa lub współautorstwa**. Wśród prac opublikowanych **po doktoracie** znajdują się m.in. **3 artykuły w zagranicznych czasopismach z przypisanym impact factorem** (czasopisma: *Emerging Markets Review*, *Economic Research - Ekonomska Istraživanja* oraz *Argumenta Oeconomica*)¹, **12 pozycji anglojęzycznych** oraz **2 monografie**

¹ Przedstawione podziały nie są rozłączne, przykładowo trzy publikacje w czasopismach z listy JCR są wydane za granicą, napisane w języku angielskim.

książkowe. Wszystkie opracowania będące obecnie w recenzji lub w trakcie przygotowywania, są napisane w języku angielskim. Za **najważniejsze osiągnięcie naukowe po uzyskaniu stopnia doktora uznaję** zrecenzowaną prof. dr hab. Marię Sierpińską i dra hab. Oskara Kowalewskiego i opublikowaną w 2016 **monografię** pod tytułem „*Krótkookresowy wpływ rekomendacji na rynek giełdowy w Polsce*”. Wskaźnik H dla moich publikacji wynosi 4 według programu *Publish or Perish*. Identyfikowana przez ten program liczba cytowań równa się 61.² Więcej danych dotyczących moich publikacji przynosi *Wykaz opublikowanych prac naukowych lub twórczych prac zawodowych oraz informacja o osiągnięciach dydaktycznych, współpracy naukowej i popularyzacji nauki*, stanowiący załącznik 4 do wniosku habilitacyjnego. Pozycje oznaczone w *Wykazie* numerami od 1 do 40 stanowią opublikowane prace naukowe, w tym monografie, artykuły w czasopismach i rozdziały w monografiach. Pozycje od 41 do 44 stanowią niepublikowane jeszcze prace naukowe typu *working papers*. Numerami od 45 do 54 oznaczono natomiast opublikowane artykuły i monografie o charakterze dydaktycznym i popularyzatorskim.

Z 34 prac naukowych opublikowanych po uzyskaniu stopnia doktora **12 prezentuje wyniki badań empirycznych.** Badania te dotyczyły: oddziaływania rekomendacji na zmiany wartości spółek giełdowych (w *Wykazie* pozycje 13, 33 i 35), a także czynników determinujących siłę tego oddziaływania (1, 13), wpływu powiązań politycznych na wyniki przedsiębiorstw (3) oraz skalę ograniczeń kapitałowych (2), wpływu inwestycji przedsiębiorstw na ich wyniki finansowe w okresie kryzysu (14), wpływu sposobu finansowania transakcji fuzji i przejęć na długoterminowe skutki finansowe tych transakcji (7), uwarunkowań powstawania premii kontroli obserwowanych w transakcjach blokowych (21), praktyk w zakresie stosowania narzędzi oceny racjonalności i ryzyka projektów inwestycyjnych (27, 31) oraz wpływu czynników fundamentalnych na wycenę akcji (22). Podstawowymi narzędziami badawczymi w tych pracach były metody ekonometryczne i statystyczne (estymacja modeli regresji dla danych przekrojowych (1, 3, 13, 22), estymacja statystycznych i dynamicznych modeli panelowych (2, 3), krótkookresowe (1, 13, 33, 35) i długookresowe (7, 14) analizy zdarzeń oraz parametryczne (21) i nieparametryczne testy statystyczne (27, 31).

Pozostałe **22** prace opublikowane po uzyskaniu stopnia doktora **prezentują głównie rozważania metodyczne oraz aplikacyjne** wsparte krytyczną analizą dorobku literatury przedmiotu. Duża część tych publikacji przedstawia **opracowane przeze mnie nowe rozwiązania metodyczne i narzędziowe** w zakresie wyceny wartości godziwej (6, 11), oceny projektów inwestycyjnych (9, 15, 17, 19), wyceny projektów odtworzeniowych i odtworzeniowo - rozwojowo – racjonalizatorskich (5), uwzględnienia w wycenie premii z tytułu braku kontroli (20) oraz budowy rachunku kosztów jednostek naukowo – dydaktycznych (16). Badania nad rozwiązaniami metodycznymi w zakresie szeroko rozumianej wyceny stanowią również obszar moich aktualnych prac naukowych, szczególnie w zakresie metodyki optymalizacji finansowej (42), wyceny projektów realizowanych w formule *project finance* (41), a także uwzględnienia w modelu DCF rezerw oraz zobowiązań warunkowych (43). Jakość aktualnie prowadzonych prac została potwierdzona akceptacją współtworzonych przeze mnie artykułów do prezentacji podczas *World Finance Conference*

² Stan na 11 marca 2016 roku na podstawie programu Program *Publish or Perish*.

(lipiec 2016) oraz 23rd *Annual Conference of the Multinational Finance Society* (czerwiec 2016). Pozostałe artykuły koncentrują się głównie na **dyskusji nad uwarunkowaniami metodycznymi i aplikacyjnymi stosowania narzędzi wyceny projektów inwestycyjnych i przedsiębiorstw** (4, 10, 12, 18, 23, 24, 25, 26, 28, 29, 30). W tym obszarze, moim zdaniem, ciągle istnieje przestrzeń do prowadzenia prac badawczych wnoszących wkład do dyscypliny finanse. Świadczy o tym opublikowanie w roku 2014 tego typu artykułu, którego jestem głównym autorem (4) w czasopiśmie z przypisanym *impact factorem*.

Oprócz publikacji, formą rozpowszechniania wyników moich badań była ich prezentacja na konferencjach i seminariach. Po uzyskaniu stopnia doktora przygotowałem samodzielnie lub wraz ze współautorami **referaty łącznie na 13 konferencji i seminaria naukowe**, w tym 5 z nich prezentowałem podczas konferencji i seminariów odbywających się za granicą. Trzy kolejne artykuły, których jestem współautorem, zostały przyjęte do prezentacji podczas międzynarodowych konferencji, które odbędą się w połowie 2016 roku.³

Na finansowanie prac badawczych regularnie zdobywałem granty ze środków na badania statutowe. Uzyskałem również zewnętrzne finansowanie badań z funduszy Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EOG). W dwóch projektach z siedmiu, finansowanych w ramach badań statutowych, pełniłem funkcję kierownika projektu. Jestem również kierownikiem aktualnie realizowanego badania finansowanego ze środków EOG. Za wyniki przeprowadzonych prac badawczych otrzymałem 11 nagród Rektora ALK, z czego za najważniejszą uznaję nagrodę specjalną za opublikowanie w 2014 roku 2 artykułów w czasopiśmie z przypisanym *impact factorem*.

Ponad piętnaście lat pracy w Akademii Leona Koźmińskiego pozwoliło mi zgromadzić **spore doświadczenie w zakresie dydaktyki**. Cztery osiągnięcia z omawianej sfery **uważam za najważniejsze**. Po **pierwsze**, w latach 2006-2015 wypromowałem blisko siedemdziesiąt prac magisterskich i licencjackich, w tym 5 prac bronionych na zagranicznych uczelniach (Universty of Bradford oraz University of Porto). Po **drugie**, brałem aktywny udział we wspieraniu doktorantów w procesie przygotowywania rozpraw doktorskich. Od 2014 roku pełnię funkcję promotora pomocniczego rozprawy p. M. Ocieszaka. W ciągu ostatnich trzech lat brałem udział w konferencjach doktorskich organizowanych przez ALK, podczas których byłem moderatorem paneli, a także recenzowałem nadesłane referaty. Po **trzecie**, mam duże doświadczenia w zakresie prowadzenia specjalistycznych zajęć, w tym w zagranicznych ośrodkach akademickich. W czasie ostatnich 5 lat przeprowadziłem 11 pełnych kursów na studiach magisterskich prowadzonych przez francuskie uczelnie oraz prowadziłem zajęcia w ramach 9 przedmiotów prowadzonych przez innych wykładowców w ośrodkach akademickich Francji, Austrii, Portugalii i Węgier. Na stałe współpracuję z ESSCA, École de Management (Angers) oraz Faculty of Economics (University of Porto). W efekcie tej współpracy w roku 2016 została podpisana umowa umożliwiających uzyskania podwójnego dyplomu studentom ALK i University of Porto. Po **czwarte**, biorę aktywny udział w tworzeniu programów, dydaktyce oraz zarządzaniu studiami magisterskimi i podyplomowymi

³ Pełna lista konferencji, na które zostały przyjęte referaty, których jestem autorem lub współautorem, przedstawiona została w „Wykazie opublikowanych prac naukowych lub twórczych prac zawodowych oraz informacja o osiągnięciach dydaktycznych, współpracy naukowej i popularyzacji nauki” stanowiącym załącznik nr 4 do wniosku

ALK. W ramach tych prac pełnię funkcję Kierownika Merytorycznego podyplomowych studiów MBA Finanse, Kontrolerów Finansowych, Zarządzania Finansami oraz Koordynatora Merytorycznego anglojęzycznych studiów magisterskich na kierunku finanse i rachunkowość. Za zasługi w zakresie dydaktyki otrzymałem w 2015 roku Medal Komisji Edukacji Narodowej.⁴

3. CHARAKTERYSTYKA OSIĄGNIĘCIA NAUKOWEGO, O KTÓRYM MOWA W ART. 16 UST. 2 O TYTULE NAUKOWYM ORAZ O STOPNIACH I TYTULE W ZAKRESIE SZTUKI

W tym miejscu chciałbym zaprezentować osiągnięcie w rozumieniu art. 16 ust. 2 Ustawy z dnia 14.03.2003 o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz.U. 2003, nr 65, poz. 595 ze zmianami). Osiągnięcie jest efektem badania empirycznego, którego uzasadnienie, rezultaty i wkład w rozwój dyscypliny finanse zostały przedstawione w monografii „**Krótkookresowy wpływ rekomendacji na rynek giełdowy w Polsce**” (P1), wydanej przez Wydawnictwo Naukowe PWN w styczniu 2016 roku.⁵

3.1 Uzasadnienie wyboru tematyki prac badawczych

Rekomendacje typu *sell-side*, czyli przeznaczone dla klientów domów maklerskich, od dawna znajdują się w centrum zainteresowań badaczy. Prace empiryczne obejmujące swym zakresem tematykę rekomendacji wpisują się w dyskusje na tematy: stopnia efektywności rynków finansowych, roli analityków w kształtowaniu tej efektywności, wpływu czynników behawioralnych na poziom zmiany wartości rekomendowanych spółek, pojemności informacyjnej raportów analitycznych, czy też funkcji mediów w procesie upowszechniania informacji. Pomimo bogactwa dorobku empirycznego w obszarze badań nad wpływem rekomendacji na rynki kapitałowe, istnieją ciągle obszary niezbadane. Literatura przedmiotu dotycząca rekomendacji wydawanych dla spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie koncentruje się przede wszystkim na zagadnieniach oddziaływania wskazań analityków na wartość rekomendowanych spółek, zawartości raportów analitycznych, a także na procesach towarzyszących przygotowaniu rekomendacji. **Brakuje jednak prac empirycznych, które pogłębiają wiedzę na temat determinant siły oddziaływania rekomendacji na wartości rekomendowanych podmiotów.** A przecież choćby intuicja wskazuje, że siła oddziaływania rekomendacji na zmiany wartości spółek może zależeć od różnych czynników, np. od zawartości informacyjnych raportów, cech analityków i domów maklerskich, poziomu upowszechnienia rekomendacji, czy też ogólnej sytuacji rynkowej. **Pojawia się zatem pytanie o determinanty kształtujące skalę oddziaływania rekomendacji wydawanych dla spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a w szerszym ujęciu również pytanie o to, jakie**

⁴ Szczegółową charakterystykę moich osiągnięć dydaktycznych, popularyzatorskich i organizacyjnych przedstawiam w części piątej autoreferatu.

⁵ W części III autoreferatu wykorzystałem fragment książki: Mielcarz P. (2016) „Krótkookresowy wpływ rekomendacji na rynek giełdowy w Polsce”, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 1 - 185.

mechanizmy ekonomiczne objaśniają zjawiska oddziaływania rekomendacji na rynki kapitałowe.

Zasadność podjęcia próby dociekań empirycznych ukierunkowanych na znalezienie odpowiedzi na tak postawione pytania wynika stąd, że bogactwo nurtów badawczych, a także dotychczasowe interpretacje uzyskiwanych wyników **nie tworzą jasnego obrazu mechanizmów kształtujących zmiany cen rekomendowanych spółek**. Czy oddziaływanie rekomendacji wynika stąd, że raporty analityczne **zawierają nowe informacje, których rynek do tej pory nie dostrzegał**, czy może fakt wydania rekomendacji jest z perspektywy rynku **aktem samoistnym, nową informacją** wpływającą na zmiany cen akcji bez względu na to, jakie uzasadnienie leży u podstaw jej wydania, czy też zawartość raportu nie ma znaczenia, ponieważ **o sile oddziaływania rekomendacji decyduje stopień ich upowszechnienia, szeroko rozumiana sytuacja rynkowa i możliwość wywołania efektu presji cenowej**. W tym kontekście podjęte przeze mnie badania wpisują się w dyskusję na temat stopnia efektywności rynków kapitałowych oraz behawioralnych uwarunkowaniach podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Pierwsza z rozważanych interpretacji bazuje na założeniu, że analitycy są **w stanie dostrzec cenne informacje dotychczas niezauważane przez inwestorów** lub też dysponują informacjami poufnymi. W tym przypadku reakcja wartości spółek na fakt wydania rekomendacji może być traktowana jako dowód zaprzeczający hipotezie, że rynki kapitałowe są efektywne w formie silnej lub półsilnej (Fama, 1970: 383-417), obserwowana reakcja rynkowa cen akcji oznacza bowiem, że analitycy mają dostęp do poufnych informacji lub też, że inwestorzy nie potrafią odczytać wszystkich dostępnych informacji bez pomocy analityków. W tym świetle badania reakcji rynku na fakt wydania rekomendacji powinny być traktowane nie tylko jako testy efektywności rynków kapitałowych, ale również jako analizy zdolności analityków do rozpoznania i dostarczania informacji niedostrzeganych przez inwestorów, a przez to również badania ich roli w podnoszeniu efektywności. Hipotezę o braku efektywności rynku wspierają wyniki niektórych prac badawczych prowadzonych w obszarze rekomendacji (Barbera in., 2010: 533 – 443; Loh i Mian, 2006: 455 – 483).

Krótkookresowa reakcja rynku na sam fakt wydania rekomendacji **może oznaczać również, że to nie zawartość informacyjna rekomendacji i raportu analitycznego, ale sam fakt jej wydania stanowi dla rynku nową informację**. Na taką interpretację wskazywać mogą wyniki badań Womacka (1996: 137-167), który dowiódł, że inwestorzy reagują na komunikaty o zmianie rekomendacji, pomimo że zasadnicza większość tych komunikatów nie jest wydawanych w momencie pojawienia się innych ważnych informacji o firmie, a komunikatom nie towarzyszą raporty analityczne prezentujące argumentację leżącą u podstaw decyzji o zmianie rekomendacji. Takie rozumowanie wspierają również prace Busse'a i Greena (2002, 415-437), wskazujące, że inwestorzy śledzący nadawane przez telewizję *CNBC* wywiady z analitykami dokonują transakcji w kilka sekund od pierwszego momentu, w którym określona spółka jest wspominana w trakcie rozmowy. W tak krótkim czasie analitycy nie są w stanie przedstawić złożonej argumentacji, co sugeruje, że inwestorzy podejmują decyzję, bazując jedynie na pierwszym sygnałach wskazujących na sposób postrzegania spółki przez analityka. Tak więc istnieją argumenty wspierające hipotezę, że **sam fakt pojawiania się rekomendacji, bez względu na jej podstawy merytoryczne, może**

oddziaływać na rynki akcji. Przyjęcie takiej interpretacji oznacza, że reakcja inwestorów na wydanie rekomendacji jest dowodem efektywności rynku, rynek reaguje bowiem natychmiastowo na nową informację, którą w tym przypadku jest wiadomość o fakcie wydania rekomendacji.

Literatura przedmiotu (Liu, 1992: 399- 410, Albert Jr i Smaby, 1996: 59-74) wskazuje także, że **nie tylko zawartość informacyjna i zewnętrzne atrybuty rekomendacji mogą mieć znaczenie dla siły oddziaływania rekomendacji, ale również stopień ich upowszechnienia w środkach masowego przekazu.** W tym kontekście warto zwrócić uwagę na wyniki badań Barbera i Odeana (2008: 785 – 818), które dowodzą, że decyzje inwestycyjne inwestorów indywidualnych są skierowane przede wszystkim na akcje przykuwające ich uwagę. Niewątpliwie fakt wydania, a przede wszystkim upublicznienia rekomendacji zwiększa szanse na to, że dana akcja zwróci uwagę wielu inwestorów. Przyjęcie założenia, że o sile oddziaływania rekomendacji decydują czynniki niezwiązane z ich zawartością informacyjną prowadzi do wniosku, że bodźcami wpływającymi na natychmiastową reakcję rynku mogą być: zdolność domów maklerskiego do mobilizacji dużej grupy klientów do podejmowania działań inwestycyjnych zgodnych z wydanymi rekomendacjami, ogólna koniunktura giełdowa w momencie wydania rekomendacji oraz odpowiednio duże rozpropagowanie medialne informacji o fakcie wydania rekomendacji. Bez częściowego lub całościowego spełnienia tych warunków, sam fakt wydania rekomendacji nie powinien prowadzić do wywołania efektu presji cenowej (Scholes, 1972: 179-211), będącego skutkiem działań inwestycyjnych dużej grupy naiwnych inwestorów, niezwracających uwagi na fakt, że samej informacji o wydaniu rekomendacji nie towarzyszą informacje o charakterze fundamentalnym. Potwierdzenie istnienia takiej zależności wskazywałoby, że zmiany cen akcji wywołanych rekomendacjami mają podłoże niezwiązane z ich zawartością informacyjną, a w konsekwencji na brak efektywności rynków w wersji półsilnej.

Podsumowując, istnienie rozbieżności interpretacyjnych w zakresie mechanizmów decydujących o reakcji rynków kapitałowych na fakt wydania rekomendacji uzasadniało podjęcie prac zmierzających nie tylko do samej **weryfikacji empirycznej czynników wpływających na skalę oddziaływania rekomendacji**, ale także, na podstawie wyników tych prac, do **podjęcia próby uogólnienia wniosków i w efekcie określenia, czy za reakcję rynkową odpowiada zawartość informacyjna rekomendacji, sam fakt jej wydania, czy też czynniki niezwiązane z zawartością informacyjną rekomendacji, skutkujące powstaniem efektu presji cenowej.**

3.2 Hipotezy badawcze

W celu realizacji opisanych w punkcie 3.1 zamierzeń badawczych sformułowałem trzy główne hipotezy badawcze:

H.I. Siła oddziaływania rekomendacji na zmiany wartości rekomendowanych spółek jest zależna od zawartości raportów analitycznych.

H.II. Sam fakt wydania rekomendacji jest nową, samoistną informacją dla inwestorów.

H.III. Siła oddziaływania rekomendacji na zmiany wartości rekomendowanych spółek jest zależna od czynników niezwiązanych z ich zawartością informacyjną.

Tabela 1. Struktura logiczna prowadzonych badań.

	Zawartość informacyjna rekomendacji	Rekomendacja jako nowa informacja	Czynniki pozainformacyjne
Mechanizm oddziaływania rekomendacji	Rekomendacje i raporty analityczne dostarczają inwestorom nowych informacji	Zawartość raportu nie ma znaczenia, ponieważ sam fakt wydania rekomendacji oraz ogłoszenie ceny docelowej jest nową, samoistną informacją dla inwestorów, która wywołuje zmiany cen akcji	Zawartość raportu nie ma znaczenia, ponieważ o sile ich oddziaływania decyduje stopień ich upowszechnienia, szeroko rozumiana sytuacja rynkowa i możliwość wywołania efektu presji cenowej
Interpretacja w kontekście hipotezy efektywnego rynku	Fakt reakcji inwestorów na wydanie rekomendacji jest dowodem braku efektywności rynku w wersji półsilnej, oznacza bowiem, że inwestorzy nie potrafią odczytać wszystkich dostępnych informacji bez pomocy analityków	Fakt reakcji inwestorów na wydanie rekomendacji jest dowodem efektywności rynku, rynek reaguje bowiem natychmiast na nową informację, która jest wzmianką o fakcie wydania rekomendacji	Fakt reakcji inwestorów na wydanie rekomendacji jest dowodem braku efektywności rynków w wersji półsilnej i świadczy o behawioralnych przyczynach zmian cen akcji
Główna hipoteza badawcza	H.I. Siła oddziaływania rekomendacji na zmiany wartości rekomendowanych spółek jest zależna od zawartości raportów analitycznych.	H.II Oddziaływanie rekomendacji jest zależne od ich zewnętrznych atrybutów pozwalających na szybką ocenę stopnia ich wiarygodności	H.III Siła oddziaływania rekomendacji na zmiany wartości rekomendowanych spółek jest zależna od czynników niezwiązanych z ich zawartością informacyjną.

Źródło: opracowanie własne

Po dokonaniu przeglądu literatury przedmiotu oraz po przeprowadzeniu własnych badań krótkookresowych reakcji rynku na fakt wydania rekomendacji i wpływu podstawowych czynników na siłę oddziaływania rekomendacji, zaprezentowane hipotezy ogólne zostały rozwinięte i rozpisane na dziesięć hipotez szczegółowych.

W ramach weryfikacji hipotezy głównej H.I., przeprowadziłem analizę literatury przedmiotu obejmującej zagadnienie wpływu zawartości raportu na krótkookresową reakcję inwestorów. Na tej podstawie sformułowałem cztery szczegółowe hipotezy badawcze (H.I.1–H.I.4) dotyczące wpływu zawartości raportu, tonu i argumentacji użytych przez analityków w tworzeniu raportu oraz wykorzystanych narzędzi wyceny. Hipotezy te zweryfikowałem za pomocą odpowiednio skonstruowanych modeli regresji.

W celu sprawdzenia hipotezy głównej H.II, przeprowadziłem badania literatury przedmiotu, na podstawie których sformułowano dwie szczegółowe hipotezy (H.II.1 oraz H.II.2) w zakresie wpływu kwalifikacji formalnych analityka oraz umiejscowienia domów maklerskich na skalę oddziaływania rekomendacji. Podobnie jak w przypadku hipotezy głównej H.I, hipotezę H.II również zweryfikowałem za pomocą estymacji modeli regresji liniowej.

Próba weryfikacji hipotezy H.III wymagała przeprowadzenia dodatkowej analizy literatury przedmiotu i w konsekwencji postawienia czterech dodatkowych hipotez szczegółowych (H.III.1–H.III.4). Hipotezy te dotyczyły wpływu na skalę oddziaływania rekomendacji jej upowszechnienia zewnętrznego i wewnętrznego, postrzegania rekomendowanej spółki przez inwestorów oraz bieżącego sentymentu rynkowego. Tak jak w przypadku poprzednich hipotez, tak i tu, weryfikację hipotez przeprowadzono za pomocą estymacji równań regresji liniowej.

3.3 Metodyka badawcza

Realizacja przedstawionych zamierzeń wiązała się z koniecznością użycia odpowiedniego aparatu badawczego. Przede wszystkim należy podkreślić, że zaprezentowany tok rozumowania miał charakter indukcyjny. Stawiane pytania i hipotezy badawcze były formułowane na podstawie krytycznej analizy literatury przedmiotu i następnie weryfikowane za pomocą narzędzi statystycznych i ekonometrycznych. W dalszej kolejności zebrany w ten sposób materiał empiryczny służył do formułowania wniosków ogólnych. W procesie weryfikacji hipotez w zakresie determinant oddziaływania rekomendacji analityków na rynki kapitałowe użyto narzędzi bazujących na analizie zdarzeń, a także oszacowano 160 modeli regresji liniowej dla okresów $(0,+1)^6$, $(0,+7)$ oraz $(0,14)$, gdzie zmienną objaśnianą były ponadprzeciętne skumulowane stopy zwrotu (CAR) wywołane faktem wydania rekomendacji wchodzących w skład próby. Przeprowadzenie tych badań wymagało m.in. zebrania danych o zmianach cen akcji oraz indeksów giełdowych w czasie od stycznia 2008 do września 2012. Dane te pobrano z serwisu GPWInfostrefa. Ponadto do weryfikacji hipotez niezbędne było zgromadzenie informacji zawartych w raportach analitycznych dołączonych do rekomendacji oraz ręczne przygotowanie oryginalnej bazy zawierającej informacje przetworzone i niedostępne w publicznych serwisach informacyjnych (jak np. ton rekomendacji, kwalifikacje formalne analityka, wykorzystane narzędzia wyceny, czy zakres upowszechnienia rekomendacji).

3.4 Uzyskane wyniki stanowiące wkład w rozwój dyscypliny finans

Prace nad weryfikacją hipotez rozpoczęto od przeglądu dotychczasowych badań empirycznych pod kątem analizy wpływu rekomendacji na krótkoterminowe zmiany cen akcji spółek. Dorobek literatury światowej jednoznacznie pokazuje, że zarówno sam fakt wydania rekomendacji, jak i ich upublicznienie, wpływają na rynki kapitałowe. Badania prowadzone do tej pory dla spółek notowanych na polskiej giełdzie potwierdzają oddziaływanie

⁶ Zapis $(0, t)$ oznacza, że analizowany jest okres od dnia wydania rekomendacji przyjętego za dzień zerowy do dnia t po wydaniu

rekomendacji na wartości rekomendowanych podmiotów (Buzala 2015: 97 – 109; 2013: 65 – 75, Mielcarz i Podgórski 2008: 533–543; Czapiewski 2015: 111-121), jednak część wcześniejszych badań (Gurgul, 2006: 1 – 231) nie wskazywała na istnienie tego rodzaju zależności. Między innymi to zainspirowało mnie do przeprowadzenia własnej analizy zdarzeń, z której wynika, że na polskim rynku kapitałowym ceny akcji reagują na wydanie rekomendacji zgodnie z kierunkiem wskazanym przez analityków.

W celu weryfikacji hipotezy H.I. przeprowadzono badania czterech hipotez szczegółowych (H.I.1-H.I.4), dotyczących wpływu tonu raportu, jego długości, nasycenia elementami graficznymi i szczegółowości wyceny na siłę oddziaływania rekomendacji. Prace te dowiodły, że **inwestorzy w swoich decyzjach biorą pod uwagę zawartość informacyjną raportów analitycznych dołączanych do rekomendacji, choć ich wrażliwość na zawartość raportów zmienia się wraz z długością okresu pomiaru skumulowanych, ponadprzeciętnych stóp zwrotu.** Taki wniosek wynika stąd, że długość raportu oraz jego nasycenie elementami graficznymi i tabelarycznymi pogłębiają oczekiwane zmiany stóp zwrotu rekomendowanych spółek, przy czym zależności te są silniejsze w przypadku najkrótszego okna analizy: (0,+1 dni od dnia wydania rekomendacji). W tym czasie większość inwestorów nie ma możliwości zapoznania się ze szczegółami zawartymi w samym raporcie. Tak więc rysuje się obraz, w którym **inwestorzy dokonują natychmiastowych transakcji po pobieżnej analizie dokumentu. Prawdopodobnie w tak krótkim okresie inwestorzy wyciągają wnioski na temat jakości raportu na podstawie pobieżnej analizy jego długości i szaty graficznej.**

Wyniki badań nad wpływem tonu raportu na siłę oddziaływania rekomendacji w dużej mierze potwierdzają ustalenia płynące z analizy długości i nasycenia raportu elementami graficznymi i tabelarycznymi. W oknie (0,+1) od dnia wydania rekomendacji można zaobserwować inkrementalny w stosunku do innych zmiennych kontrolnych, statystycznie istotny, wpływ zmiennych charakteryzujących ton użyty przez analityka na siłę oddziaływania rekomendacji, co może sugerować, że inwestorzy zapoznają się z zawartością raportu przed podjęciem decyzji inwestycyjnej. Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na oddziaływanie tonu rekomendacji w dłuższych okresach analizy (0,+7) oraz (0,+14). Rosnący wpływ tonu argumentacji oraz długości raportu na pogłębianie spadków CAR w efekcie wydania rekomendacji negatywnych, jaki odnotowano w pozostałych dwóch oknach analizy, sugeruje, że przynajmniej część inwestorów analizuje dokładniej argumentację przedstawioną w raporcie i uwzględnia wynikające z niej wnioski w swoich decyzjach inwestycyjnych. Przyjmując taką interpretację należy stwierdzić, że **bardziej szczegółowe i lepiej uargumentowane raporty analityczne dostarczają jednak inwestorom nowych informacji, nieuwzględnionych w dotychczasowych wycenach giełdowych.** Wniosek ten potwierdzają również badania wpływu zawartości szczegółów wyceny w raporcie analitycznym na siłę oddziaływania rekomendacji. Wynika z nich, że **brak szczegółów wyceny w raportach analitycznych załączonych do rekomendacji osłabia wpływ postulowanej przez analityków zmiany cen akcji we wszystkich badanych okresach.** Wyniki te, zestawione z rezultatami badań dotyczących wpływu na reakcję inwestorów liczby stron raportu, nasycenia rekomendacji elementami graficznymi oraz tonu rekomendacji, wskazują, że **inwestorzy, choćby pobieżnie i niekoniecznie natychmiast po wydaniu**

rekomendacji, ale zapoznają się z zawartością raportu analitycznego i uwzględniają ich zawartość w swoich decyzjach inwestycyjnych, co jest zgodne z hipotezą główną H.I.

Podsumowując tę część badań, można stwierdzić, że rekomendacje i raporty analityczne prawdopodobnie pełnią odmienne role w różnych okresach analizy. Natychmiast po ich wydaniu inwestorzy oceniają ich przydatność na podstawie ich zewnętrznych atrybutów, takich jak długość raportu i odchylenie ceny rekomendowanej od ceny bieżącej, co wpisuje się w przewidywania hipotezy H.II. W dłuższych okresach analizy, bardziej rozbudowane raporty analityczne dołączone do rekomendacji dostarczają cennych informacji merytorycznych, niedostrzeganych dotychczas przez inwestorów giełdowych. Taka interpretacja wskazuje z kolei na zasadność pozytywnej weryfikacji hipotezy głównej H.I, przynajmniej w zakresie oddziaływania rekomendacji w okresach (0,+7) oraz (0,+14) dni od dnia wydania rekomendacji. W konsekwencji pojawiają się argumenty przemawiające za stwierdzeniem, że rynek giełdowy w Polsce nie jest efektywny w stopniu pólslnym, a działania analityków podnoszą jego efektywność.

Argumenty na korzyść hipotezy głównej H.II płyną nie tylko z wyników omówionych już badań, ale również z dalszych prac empirycznych, których głównym założeniem było to, że jeśli w krótkim okresie to sam fakt wydania rekomendacji i cena docelowa tworzą nowe informacje dla inwestorów w oderwaniu od jakości i zawartości raportów analitycznych, to ważnymi czynnikami determinującymi skalę reakcji rynkowej powinny być łatwo dostarczalne przez inwestorów cechy podmiotów i osób firmujących wystawione rekomendacje. W tym kontekście przebadalem wpływ dwóch łatwo dostarczalnych cech podmiotów wydających rekomendacje, tzn. kwalifikacje formalne analityka (hipoteza szczegółowa H.II.1) oraz umiejscowienie geograficzne domu maklerskiego (hipoteza szczegółowa H.II.2). Uzyskane wyniki prac empirycznych wspierają częściowo hipotezę główną H.II. Zewnętrzne atrybuty rekomendacji wpływają na zmiany skumulowanych, ponadprzeciętnych stóp zwrotu wywołanych faktem ich wydania, choć charakter i kierunek tego wpływu nie są w pełni zgodne z postawionymi hipotezami badawczymi. Wydania rekomendacji negatywnych przez analityka posiadającego kwalifikacje CFA lub doradcy inwestycyjnego wpływa na pogłębienie spadków cen akcji we wszystkich badanych oknach zdarzeń, co potwierdza założenia hipotezy głównej H.II. Badanie wpływu umiejscowienia geograficznego domów maklerskich wydających rekomendacje nie potwierdziło tego, aby inwestorzy dostrzegali, że lokalnie działające domy maklerskie mają przewagę informacyjną w stosunku do domów maklerskich ulokowanych poza Polską. Tak więc potencjalnie lepsza znajomość rekomendowanych spółek przez działających lokalnie analityków nie jest czynnikiem warunkującym bardziej zdecydowaną reakcję rynków na fakt wydania rekomendacji.

Hipoteza główna H.III, jako jedyna ze wszystkich trzech analizowanych hipotez głównych, wskazuje na pozainformacyjne determinanty reakcji inwestorów na zmiany wartości spółek wywołane faktem wydania rekomendacji. W skład zbioru badanych czynników weszły: upowszechnienie rekomendacji wśród klientów domów maklerskich (hipoteza szczegółowa H.III.1), upowszechnienie informacji o rekomendacjach w otwartych zasobach internetowych (hipoteza szczegółowa H.III.2), sentyment rynkowy przed momentem wydania rekomendacji (hipoteza szczegółowa H.III.3) oraz potencjał rekomendowanych spółek (hipoteza

szczegółowa H.III.4). Wyniki przeprowadzonych badań wskazują, że zmiany cen akcji wywołane rekomendacjami mają również źródła niezwiązane z zawartością informacyjną rekomendacji, co oznacza, że nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy głównej H.III.

W ramach weryfikacji hipotezy głównej H.III przeprowadzono m.in. badanie wpływu upowszechnienia wewnętrznego rekomendacji, mierzonego liczbą rachunków inwestycyjnych obsługiwanych przez dany dom maklerski (hipoteza szczegółowa H.III.1). Wykazało ono, że we wszystkich badanych oknach czasowych, rekomendacje wydawane przez domy maklerskie mające większą liczbę klientów, wpływają na zmiany cen akcji mocniej niż rekomendacje wydawane przez instytucje charakteryzujące się mniejszą liczbą klientów. Tak więc wyniki badań dostarczają dowodów, że wysoki stopień upowszechnienia rekomendacji zwiększa prawdopodobieństwo, że będą one oddziaływać silniej na zmiany cen akcji, a więc nie tylko sama zawartość informacyjna rekomendacji, ale również czynniki pozainformacyjne mają znaczenie dla badanego zjawiska, co jest istotnym spostrzeżeniem z punktu widzenia teorii efektywności rynków kapitałowych.

O ile upowszechnienie informacji o rekomendacjach wśród klientów domów maklerskich wpływa na siłę ich oddziaływania na rynek akcji, o tyle szerokie upowszechnienie informacji o rekomendacjach w otwartych zasobach internetowych nie zmienia wartości rekomendowanych spółek, na co wskazują wyniki badań ukierunkowanych na weryfikację hipotezy szczegółowej H.III.2. Prawdopodobnie inwestorzy wrażliwi na rekomendacje pozyskują wiedzę na ich temat także z innych źródeł niż tylko otwarte zasoby internetowe, natomiast odnotowany brak reakcji inwestorów na upowszechnienie informacji w zasobach internetowych może być spowodowany ogólnym brakiem koniunktury giełdowej w badanym okresie, który mógł się przełożyć na mniejszą aktywność tego typu inwestorów. W związku z tym nie można wykluczyć, że wyniki tego badania mogłyby być inne w okresach długotrwałych hoss giełdowych, które z reguły uaktywniają wielu reaktywnych inwestorów.

Badania hipotezy głównej H.III objęły również zagadnienie wpływu sentymentu rynkowego na siłę, z jaką rekomendacje oddziałują na zmiany cen akcji. W tym celu sformułowano hipotezę szczegółową H.III.3, o następującym brzmieniu: lepsze nastroje inwestorów zwiększają oddziaływanie rekomendacji pozytywnych oraz zmniejszają oddziaływanie rekomendacji negatywnych. Przeprowadzone badania wskazały, że sentyment inwestorów ma bardzo ograniczony wpływ na to, w jaki sposób inwestorzy reagują na fakt wydania rekomendacji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Generalnie wpływ ten jest dostrzegalny tylko w okresie (0,+1) i (0,+7) dni od dnia wydania rekomendacji. Uzyskane rezultaty wskazują, że lepszy sentyment inwestorów nieznacznie zwiększa ich wrażliwość na sygnały pozytywne i zmniejsza na sygnały negatywne. Wyniki te w niewielkim stopniu wspierają hipotezę główną H.III o tym, że czynniki pozainformacyjne mają wpływ na siłę oddziaływania rekomendacji.

Taki wniosek znajduje za to swoje uzasadnienie w badaniach wpływu potencjału rekomendowanych spółek na siłę oddziaływania rekomendacji (hipoteza szczegółowa H.III.4), z których wynika, że inwestorzy w krótkim okresie generalnie reagują mocniej na rekomendacje dla spółek o wyższym wskaźniku wartości rynkowej do wartości księgowej. Zależność ta jest widoczna jedynie w okresie (0,+7) w przypadku rekomendacji pozytywnych

i dość ewidentna dla rekomendacji negatywnych we wszystkich okresach analizy. Istnieją przesłanki, aby sądzić, że za ponadprzeciętnymi zmianami cen akcji spółek o dużym potencjale wzrostu w efekcie wydania rekomendacji negatywnych może stać ich bardziej zaskakujący dla rynku charakter, połączony z ponadprzeciętnym zainteresowaniem inwestorów podmiotami, które odznaczają się wysokim wskaźnikiem kapitalizacji do wartości księgowej.

Reasumując ustalenia empiryczne uzyskane wyniki należy odnieść do postawionych hipotez głównych. **Przed wszystkim przeprowadzone prace empiryczne pokazują złożony obraz mechanizmów kształtujących siłę oddziaływania rekomendacji na rynek akcji w Polsce. Uzyskany materiał badawczy nie pozwala na odrzucenie żadnej z trzech postawionych hipotez głównych. Wiele wskazuje na to, że sam fakt wydania rekomendacji stanowi dla rynku nową informację, która jest natychmiast uwzględniana w cenie rekomendowanych podmiotów, co wspiera hipotezę główną H.II. Siła oddziaływania rekomendacji zależy również od stopnia ich upowszechnienia wśród klientów domów maklerskich oraz od potencjału rekomendowanej spółki. Wyniki te wyraźnie wskazują, że również czynniki pozainformacyjne kształtują poziom oddziaływania rekomendacji, co przemawia na korzyść hipotezy głównej H.III. Przeprowadzone badania wskazują także, że raporty analityczne dostarczają inwestorom nowych i cennych informacji, które są konsumowane w czasie kilku dni po wydaniu rekomendacji, tak więc zebrany materiał empiryczny również dostarcza argumentów przemawiających za hipotezą H.I.**

3.5 Podsumowanie

Podsumowując, przeprowadzone badania poszerzają stan wiedzy finansowej w trzech obszarach. **Po pierwsze**, przeprowadzone prace empiryczne pozwoliły po raz pierwszy na szczegółowe określenie czynników kształtujących siłę oddziaływania rekomendacji na wartości spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. **Po drugie**, zebrany materiał badawczy dał możliwość kompleksowego objaśnienia mechanizmów kształtujących reakcję inwestorów na wydane rekomendacje i w efekcie stwierdzenie, czy, lub na ile, reakcja rynku na rekomendacje jest efektem zawartości informacyjnej raportów, odpowiedzią na sam fakt wydania rekomendacji, czy też rezultatem uwarunkowań pozainformacyjnych, związanych ze stopniem upowszechnienia rekomendacji i bieżącej sytuacji rynkowej. W ten sposób przeprowadzone badania rozwijają wiedzę na temat efektywności rynków kapitałowych. **Po trzecie**, przeprowadzenie części prac badawczych wiązało się z koniecznością zastosowania nowych sposobów określenia zmiennych wykorzystywanych do testowania niektórych hipotez. Przykładowo, do badania wpływu upowszechnienia rekomendacji na wartości rekomendowanych spółek użyto po raz pierwszy miary określającej liczbę klientów domów maklerskich. W nowy, niespotykany w literaturze przedmiotu sposób, określono również zmienne opisujące zawartość informacyjną raportów analitycznych.

4. POZOSTAŁE OSIĄGNIĘCIA NAUKOWE

Jak już zaznaczyłem w drugiej części autoreferatu, poza osiągnięciem głównym, mój pozostały dorobek po uzyskaniu stopnia doktora można podzielić na **cztery** główne obszary badawcze:

- 1) zarządzanie wartością obejmujące zagadnienie wyceny przedsiębiorstw oraz projektów inwestycyjnych,
- 2) oddziaływanie rekomendacji na rynki akcji oraz czynniki kształtujące siłę tego wpływu,
- 3) oddziaływanie czynników politycznych na finanse przedsiębiorstw działających w Polsce,
- 4) problematykę organizacji systemów rachunku kosztów i wspierania decyzji menedżerskich w jednostkach naukowo – dydaktycznych.

Publikacja niewchodząca w skład wyżej przedstawionych obszarów tematycznych (8), jest efektem poszukiwań interesujących wątków badawczych, który nie przerodził się jednak w stały obszar prac naukowych.

Prace badawcze w trzech pierwszych obszarach przyniosły publikacje w czasopismach uwzględnionych w bazie *Journal Citation Reports* (w zakresie pierwszego obszaru badawczego publikacja (4) w czasopiśmie o charakteryzującym się aktualnym *impact factorem* na poziomie **0,432**, w zakresie obszaru trzeciego publikacje (3) i (2) w czasopismach posiadających aktualny *impact factor* odpowiednio na poziomie **1,309** oraz **0,133**), dały podstawy do napisania monografii stanowiącej osiągnięcie w rozumieniu w art. 16 ust. 2 Ustawy o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki oraz pozwoliły na przygotowanie szeregu artykułów wydanych w czasopismach krajowych i zagranicznych.

4.1. Zarządzanie wartością oraz wycena przedsiębiorstw i projektów inwestycyjnych

Moje zainteresowania badawcze od początku pracy naukowej koncentrowały się wokół zagadnień związanych z zarządzaniem wartością oraz metodyką oceny projektów inwestycyjnych i wyceny przedsiębiorstw. Konfrontowanie dociekań teoretycznych z potrzebami praktyki gospodarczej zaowocowało publikacjami o charakterze metodycznym lub prezentującymi wyniki badań empirycznych.

W celu uporządkowania prezentacji dorobku w omawianym zakresie w pierwszej kolejności skupię się na badaniach w zakresie zarządzania wartością i wyceny przedsiębiorstw. W dalszej kolejności omówię dorobek w obszarze metodyki oceny projektów inwestycyjnych i wpływu inwestycji na sytuację finansową przedsiębiorstw

4.1.1 Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstw

Jak już wskazałem, drugim obszarem moich zainteresowań badawczych w ramach szeroko rozumianego zagadnienia jest metodyka wyceny przedsiębiorstw. Efektem moich prac w zakresie wyceny i zarządzania wartością jest autorstwo lub współautorstwo 9 artykułów naukowych oraz 3 *working papers* znajdujących się aktualnie w procesie recenzji i zaakceptowanych (w dwóch przypadkach) do prezentacji podczas konferencji naukowych. Z przygotowanych prac 3 mają charakter empiryczny (7, 21, 22), pozostałe koncentrują się na zagadnieniach metodycznych (6, 10, 11, 20, 28, 34, 42, 43, 44).

Jednym z podjętych przeze mnie zagadnień metodycznych była kwestia wyceny przedsiębiorstw prywatnych (czyli bez akcji wprowadzonych do publicznego obrotu) w ramach standardu wartości godziwej, ze szczególnym uwzględnieniem Międzynarodowych Standardów Wyceny oraz Ustawy o Rachunkowości. Moje badania w tym zakresie, wykazały, że uwzględnienie postulatów wyceny w warunkach rynkowych, przy pełnej symetrii informacyjnej pomiędzy potencjalnie kupującymi i sprzedającymi dane przedsiębiorstwo, a także wykorzystanie aktywów zgodnie z postulatem koncepcji *Highest and Best Use*, wymusza **eliminację z projekcji finansowej stanowiącej podstawę wyceny tzw. „ukrytych nieefektywności”**, charakteryzujących często wyceniane podmioty (P11). W efekcie projekcja wolnych przepływów pieniężnych sporządzona na użytek wyceny wartości godziwej powinna odzwierciedlać optymalne działanie wycenianej jednostki. W ramach przeprowadzonych prac literaturowych oraz na podstawie własnych doświadczeń wraz z drem Wnuczakiem **przedstawiliśmy aplikacyjne rozwiązania pozwalające na eliminację nieefektywności w wycenie w zakresie ujęcia środków płynnych, papierów wartościowych i nieoperacyjnych aktywów generujących dochód, aktywów operacyjnych, których skala przekracza zapotrzebowanie przedsiębiorstwa, kosztów będących w praktyce transferem wartości na rzecz właścicieli, nieefektywnych źródeł i struktury finansowania.**

Wraz z wejściem w życie Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) nr 13 pojawiła się nowa definicja wartości godziwej, która określała ramy wyceny nienotowanych instrumentów finansowych, w tym akcji lub udziałów przedsiębiorstw prywatnych. Standard ten definiował w nieco inny sposób niż dotychczas pojęcie wartości godziwej, wprowadzając zasadę, że wycena powinna być prowadzona przy założeniu, że dany instrument jest oferowany na rynku dla siebie podstawowym (*principle market*), a jeśli taki rynek nie istnieje, to na rynku najbardziej korzystnym (*most advantageous market*). Taka definicja wartości godziwej połączona z zachowaniem zasady działania zgodnie z koncepcją *Highest and Best Use*, stworzyła przestrzeń do opracowania nowych narzędzi metodycznych do wyceny przedsiębiorstw prywatnych. W artykule (6) **przedstawiłem metodykę wyceny podmiotów prywatnych zgodnie z wymaganiami stawianymi przez definicję wartości godziwej zawartej w MSSF 13 oraz koncepcję wskaźnika dyskonta (tzw. MADM - *Most Advantageous Market Discount*), który pozwala na przeliczenie wartości udziałów lub akcji oszacowanej w warunkach rynku doskonałego na wartość, jaka byłaby oferowana na rynku niedoskonałym, ale najbardziej korzystnym.** Dodatkowo, na podstawie danych o wartościach emisyjnych akcji oraz wartościach w pierwszym dniu notowania obliczyłem wskaźniki MADM dla rynku brytyjskiego, francuskiego, niemieckiego, szwajcarskiego i

polskiego. Wskaźniki te mogą służyć praktykom wyceny w procesie wyceny podmiotów prywatnych zgodnie ze standardem wartości godziwej według MSSF 13.

Prace nad metodyką szacowania wartości przedsiębiorstw w warunkach działania zgodnie z zasadą *Highest and Best Use* były inspiracją do podjęcia badań nad algorytmem pozwalającym na wyznaczenie **optymalnej struktury finansowania oraz obliczenie potencjalnej zmiany wartości dla akcjonariuszy w efekcie przeprowadzenia restrukturyzacji finansowej zmierzającej do uzyskania optymalnej struktury finansowania** (42). Proponowane rozwiązanie bazuje na analizie w ramach jednej branży wartości wskaźników beta spółek charakteryzujących się ekstremalnie wysokim wskaźnikiem wartości długu do wartości rynkowej akcji (D/E). Przeprowadzone w tym zakresie badania dowiodły, że oddłużona wartość beta takich przedsiębiorstw często znacznie przewyższa średni oddłużony wskaźnik wartości beta spółek z tej samej branży charakteryzujących się przeciętną relacją D/E. Fakt ten sugeruje, że koszty potencjalnego bankructwa przekładają się nie tylko na oczekiwane stopy zwrotu przez kredytodawców, ale również przez dawców kapitału własnego. Ustalenie to było podstawą do wyprowadzenia wzorów pozwalających oszacować wartości nowej emisji, z której środki powinny być przeznaczone na spłatę ponadprzeciętnego zadłużenia i osiągnięcie optymalnej struktury finansowania. Zaprezentowane wzory pozwalają również na określenie wartości wykupu i umorzenia własnych akcji w przypadku, gdy spółka nie finansuje się w sposób optymalny oraz określić, czy działania z zakresu restrukturyzacji finansowej, biorąc pod uwagę koszty emisji, przełożą się na wzrost wartości dla akcjonariuszy.

W ramach prac nad metodyką wyceny przedsiębiorstw zajmuję się również tematyką szacowania w prawidłowy sposób elementów tworzących wolne przepływy pieniężne. Efektem tych prac są artykuły (28, 34) i *working papers* (43, 44) przedstawiające sposoby oraz autorskie algorytmy **ujmowania w wycenie m.in. rezerw na zobowiązania warunkowe** (43), zobowiązań i należności z tytułu VAT (34), czy też faktu wypłaty dywidend lub reinwestycji wolnych przepływów pieniężnych (44). Wraz ze współautorami podejmowałem również zagadnienie wpływu czynników fundamentalnych na wartość akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (22) oraz wykorzystania wskaźników zwrotu na kapitale zainwestowanym do weryfikacji, na ile wartości rynkowe dojrzałych spółek giełdowych odbiegają od ich wartości fundamentalnych, wycenianych na podstawie przyszłych ekonomicznych wartości dodanych (10). W tym celu razem z mgr E. Roman **opracowaliśmy syntetyczny wskaźnik oczekiwanej przez inwestorów średniej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROIC_e)**, który to, po przekształceniu wzorów wykorzystywanych do wyceny akcji metodą EVA, można oszacować na podstawie bieżących notowań giełdowych analizowanych spółek. Dodatkowo, w ramach przeprowadzonych prac przedstawiliśmy wyniki badań empirycznych dowodzących, że na początku roku 2011 ceny akcji spółek **wchodzących w skład WIG20 i WIG40 odzwierciedlały znacznie wyższe oczekiwane stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału niż wynikałoby to z obserwowanej historycznie, długookresowej zdolności tych przedsiębiorstw do generowania zwrotu z zainwestowanego kapitału**. Zgodnie z przedstawionym w artykule takim rozumowaniem, wyniki te wskazywały na przewartościowanie analizowanych podmiotów w stosunku do ich wartości fundamentalnej.

Obszarem moich prac badawczych było również zagadnienie ujęcia w wycenie premii z tytułu kontroli. Zagadnie to badałem zarówno w ujęciu metodycznym (20), jak i empirycznym (21). W zakresie metodyki wyceny moje prace wykazały, że wyniki badań empirycznych podważają założenia modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych o braku różnic w wielkości przepływów przypadających na jedną akcję wchodzącą w skład pakietów kontrolnych i niekontrolnych. Dlatego też w artykule (20) **przedstawiłem koncepcję modyfikacji tego modelu w sposób umożliwiający oszacowanie wpływu korzyści prywatnych na wartości akcji wchodzących w skład poszczególnych pakietów.** Zaprezentowane rozwiązanie łączy wyniki badań empirycznych z teorią wyceny przedsiębiorstw.

Kwestia oszacowania wpływu na wartość spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie tzw. korzyści prywatnych, wynikających z faktu sprawowania kontroli nad danym przedsiębiorstwem, stanowiła również obszar moich badań empirycznych prowadzonych wraz z prof. drem K. Jackowiczem (21). Skala prywatnych korzyści na poziomie mikroekonomicznym wpływa na możliwości pozyskania zewnętrznego finansowania. Pomiar prywatnych korzyści jest zadaniem skomplikowanym, a istniejące metody pomiaru mają charakter pośredni. Metoda użyta w tym celu w przeprowadzonym przez nas badaniu bazuje na analizie premii płaconych w transakcjach blokowych. Przeprowadzone prace empiryczne bazowały na próbie 133 transakcji blokowych, które miały miejsce w Polsce w latach 2002-2008. **Wbrew oczekiwaniom, formułowanym na podstawie dorobku literatury przedmiotu, średnia premia w transakcjach blokowych w badanym okresie była ujemna. Fakt ten, naszym zdaniem, nie stanowi dowodu wyjątkowej sprawności polskiego systemu ochrony akcjonariuszy mniejszościowych i absencji prywatnych korzyści w gospodarce.** Uzyskane wyniki w całym okresie analizy mogą być objaśnione dwojako: uprzywilejowaniem informacyjnym stron transakcji blokowych, pozwalającym im dokonywać lepsze niż przeciętna analizy fundamentalnej wartości akcji oraz brakiem płynności dużych pakietów akcji.

Mój dorobek w zakresie szeroko rozumianego zarządzania wartością przedsiębiorstw uzupełniają przeprowadzone z mgr A. Kalinowską badania wpływu metody dokonywania płatności za przeprowadzoną transakcję na efekty finansowe fuzji i przejęć (7). Głównym celem tego badania była weryfikacja, w jaki sposób dokonywanie płatności w fuzjach i przejęciach przekłada się na efektywność finansową transakcji z punktu widzenia przejmującego. Przeprowadzone prace objęły transakcje fuzji i przejęć na rynku polskim i środkowoeuropejskim w latach 2009–2010. Do weryfikacji hipotez wykorzystaliśmy długookresową analizę zdarzeń oraz narzędzia regresji wieloczynnikowej. Uzyskane rezultaty wskazały, że podmioty przejmujące osiągają wyższe wartości wskaźników zwrotu z aktywów w okresie po dokonaniu transakcji przypadku, gdy fuzja lub przejęcie jest opłacone gotówką. Otrzymane wyniki dowodzą, że **sposób finansowania transakcji w Polsce oraz na rynku wschodnioeuropejskim wpływa istotnie na ich rezultaty i jednocześnie sugerują, że w przypadku konieczności wykorzystania środków płynnych przedsiębiorstwa do opłacenia transakcji fuzji lub przejęcia, menadżerowie w podejmują decyzje inwestycyjną w sposób bardziej przemyślany.**

4.1.2 Metodyka oceny projektów inwestycyjnych i wpływ inwestycji na sytuację finansową przedsiębiorstw

Moje badania w obszarze metodyki oceny projektów inwestycyjnych i wpływu inwestycji na sytuację finansową przedsiębiorstw, prowadzone po uzyskaniu stopnia doktora, można podzielić na dwa etapy. Pierwszy zakończył się w roku 2013 publikacją monografii pt. „*Analiza projektów inwestycyjnych w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa*” (5). Drugi etap rozpoczął się po jej wydaniu. Do momentu publikacji wspomnianej monografii przygotowałem samodzielnie lub wraz ze współautorami 10 artykułów o charakterze metodycznym (9, 12, 15, 17, 18, 19, 23, 24, 25, 26) oraz 2 artykuły zawierające wyniki badań empirycznych (27, 29). Po 2013 roku opublikowałem artykuł o charakterze metodycznym w czasopiśmie z przypisanym *impact factorem* (4) (współautor dr F. Mlinarić), artykuł prezentujący wyniki badań (14) (współautor prof. dr hab. K. Jackowicz) oraz opracowałem tzw. *working paper* o charakterze metodycznym (41) (obecnie w recenzji, zaakceptowany również do prezentacji podczas *World Finance Conference 2016* – współautorzy: prof. dr hab. K. Jackowicz oraz dr P. Wnuczak).

Prace nad artykułami, które doprowadziły mnie do publikacji monografii z roku 2013 rozpocząłem bezpośrednio po obronie rozprawy doktorskiej, której tematyką było wykorzystanie narzędzi opcji realnych w ocenie projektów badawczo – rozwojowych. Na tym etapie w swoich pracach koncentrowałem się na problemach aplikacyjnych związanych z drzewami dwumianowymi Coxa, Rossa, Rubinsteina w wycenie projektów inwestycyjnych charakteryzujących się dużym ryzykiem. Prace te stanowiły rozwinięcie rozważań prezentowanych w rozprawie doktorskiej, jak i obejmowały elementy nowe. Ich efektem były trzy powiązane ze sobą publikacje (25, 24, 23). W pierwszym artykule podsumowałem problemy metodyczne związane z wyceną opcji realnych ze szczególnym uwzględnieniem kwestii braku instrumentu bazowego wycenianego przez rynek, który mógłby posłużyć do tworzenia portfela replikującego przepływy z wycenianej opcji realnej. Na bazie przeprowadzonej **krytycznej analizy powszechnie używanych rozwiązań metodycznych, w artykule zaprezentowałem wniosek, że z perspektywy możliwości aplikacyjnych najbardziej odpowiednim rozwiązaniem jest wykorzystanie koncepcji zaprzeczenia aktywa rynkowego** (ang. *Market Asset Disclaimer*). Te rozważania teoretyczne posłużyły jako podstawa do prezentacji problemów towarzyszących stosowaniu koncepcji zaprzeczenia aktywa rynkowego do wyceny opcji porzucenia i rozwoju (24) oraz sekwencyjnych opcji złożonych (23). W tym celu w obu artykułach **przedstawiłem kompleksowe analizy przypadków, obrazujące szereg szczegółowych autorskich rozwiązań narzędziowych, bazujące jednak na metodyce ugruntowanej w literaturze przedmiotu**. Omówiony cykl artykułów został uzupełniony publikacją (26), w której przeanalizowałem elementy wpływające na wartość opcji realnych i warunki, które muszą zostać spełnione, aby istnienie tych opcji i ich wartość mogły zostać włączone do procesu decyzyjnego w przedsiębiorstwach. Do warunków tych zaliczyłem m.in. **zdolność organizacji do podejmowania decyzji adaptacyjnych oraz posiadanie nadmiarowych zasobów**.

Oddzielnym przedmiotem moich badań były uwarunkowania wyboru sposobów kalkulacji niektórych elementów składowych wolnych przepływów pieniężnych z inwestycji. W tym zakresie zająłem się wraz z dr hab. T. Słońskim, prof. UE, tematyką transferów pieniężnych

w ramach przedsiębiorstwa w procesie oceny opłacalności inwestycji (17) oraz ujęciem problemu kalkulacji podatków w analizie finansowej przedsięwzięć inwestycyjnych, w tym projektów realizowanych przez międzynarodowe grupy kapitałowe (19). W artykule (17) została zaprezentowana **autorska metoda określenia transferów wewnętrznych w ramach inwestycji uruchamianej w obrębie przedsiębiorstwa**. Zaproponowane podejście eliminuje potencjalne obciążenie wolnych przepływów projektu przez alokowanie kosztów niemających charakteru przyrostowego lub też będących efektem nieoptymalnego wykorzystania dotychczas posiadanej infrastruktury. Wywód jest ilustrowany przykładami, które ukazują potencjalne błędy w rachunku opłacalności inwestycji oraz pokazują prawidłowe ujęcie kosztów alokowanych w ocenie przedsięwzięć inwestycyjnych. W artykule (19) **wraz z drem hab. T. Słońskim dowiedliśmy, że sposób uwzględnienia podatku dochodowego w przepływach generowanych przez badaną inwestycję zależy od relacji zachodzącej pomiędzy wielkością zysków lub strat brutto realizowanych na poziomie przedsiębiorstwa i projektu inwestycyjnego**. Wykazaliśmy również, że w przypadku analizy projektów międzynarodowych, prawidłowa kalkulacja wymaga, aby dodatkowo uwzględnić różnice w stawkach podatku dochodowego pomiędzy krajami, umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania oraz skutki decyzji o miejscu reinwestycji uzyskanych dochodów. Ponadto **zaproponowaliśmy 6 sposobów ujmowania podatku w ocenie projektów inwestycyjnych, których stosowanie powinno być uzależnione od sytuacji podatkowej przedsiębiorstwa realizującego projekt oraz podmiotów tworzących wraz z nim grupę kapitałową**.

W ramach współpracy z drem B. Podgórskim podjąłem temat analizy wykluczających się projektów w warunkach różnych nakładów inwestycyjnych (36)⁷ oraz charakteryzujących się różnymi okresami generowania wolnych środków pieniężnych (18). W pracach tych (18) **wykazaliśmy, że metoda łańcucha wymian**, powszechnie rekomendowana w literaturze przedmiotu do selekcji projektów o różnym okresie generowania wolnych przepływów pieniężnych, zakłada niezmienność w czasie warunków rynkowych oraz wynikających z nich przepływów. Naszym zdaniem, oznacza to, że metoda ta **może być stosowana wyłącznie w procesie selekcji projektów odtworzeniowych**. Przeprowadzony wywód oraz zaprezentowany przykład liczbowy pokazały, że w przypadku oceny projektów racjonalizatorskich oraz rozwojowych, charakteryzujących się różnym okresem generowania wolnych przepływów pieniężnych i dających możliwość reinwestowania przepływów przy różnych stopach reinwestycji, decydując, kierując się kryterium maksymalizacji wartości dla właścicieli, powinien wybrać ten projekt, który daje wyższą wartość aktualną netto po uwzględnieniu specyficznych dla różnych projektów stóp reinwestycji. Przedstawiony przez nas przykład liczbowy pokazał również, że w przypadku, gdy dwa projekty rozwojowe o różnych okresach trwania różnią się NPV, a jednocześnie nie różnią się wartością stopy reinwestycji, to maksymalizację wartości dla akcjonariuszy da realizacja projektu o wyższym NPV, co dodatkowo podważa zasadność stosowania metody łańcucha wymian. Głównym ustaleniem wynikającym z prac nad metodyką selekcji projektów charakteryzujących się różnymi nakładami inwestycyjnymi było wykazanie (36), że wskaźniki rentowności PI i wskaźnika wartość zaktualizowanej netto NPVR,

⁷ Artykuł „Wybór efektywnej metody oceny projektów inwestycyjnych o różnych nakładach kapitałowych.” w Urbańczyk E „Strategie Wzrostu Wartości Przedsiębiorstwa” Wydawnictwo Kreos został opracowany z niewielkim udziałem trzeciego współautora, p. Przemysława Weremczuka

rekomendowane przez część literatury przedmiotu jako narzędzia odpowiednie do selekcji tego typu projektów, w praktyce **mogą prowadzić w niektórych sytuacjach do decyzji nieoptymalnych z punktu widzenia interesów właścicieli**. Dlatego też selekcja projektów w warunkach różnych nakładów inwestycyjnych powinna bazować na analizie NPV, **ale wykonywanej na podstawie całego budżetu inwestycyjnego, a nie jego wartości częściowych**. Rozważania zaprezentowane w artykule zobrazowaliśmy odpowiednim przykładem liczbowym.

W roku 2012 wraz z dr. B. Cegłowskim **opracowaliśmy metodę** oceny projektów inwestycyjnych, której istotą są wyprowadzone przez nas wzory, **pozwalające na oszacowanie przychodów gwarantujących uzyskanie NPV z projektu na poziomie 0 w zadanym horyzoncie czasowym**. Tym samym metoda ta daje wyniki, które w prosty sposób dają się przeliczać na wielkości niefinansowe (jak np. niezbędna liczba klientów, czy niezbędne obłożenie infrastruktury gwarantujące oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji), a przez to są również łatwiejsze w interpretacji dla osób bez przygotowania finansowego. Metoda ta może służyć do szybkiej, wstępnej oceny przedsięwzięć inwestycyjnych. Podstawową wersję wzorów, bazującą na założeniu o reinwestycji nadwyżek na poziomie wartości rocznych amortyzacji, opublikowaliśmy w artykule „*Wykorzystanie koncepcji obrotu granicznego w ocenie projektów podnoszących wartość przedsiębiorstwa*” (15). W późniejszym okresie, przedstawiliśmy wzory **umożliwiające wyliczenie obrotu granicznego dla przepływów zmieniających się w tempie g , pozwalające na odejście od założenia o reinwestycji kwot równych amortyzacji**, a także zaprezentowaliśmy dowód na to, że opracowana metoda pozwala na uzyskanie identycznych wyników zarówno w przypadku kalkulacji NPV metodą FCFF jak i EVA (9).

W ramach współpracy z mgr. P. Paszczykiem, współautorem monografii podsumowującej pierwszy etap badań nad metodyką oceny projektów inwestycyjnych, podjąłem również temat sytuacji wyjątkowych, w których brak realizacji projektów o dodatnim NPV stanowi decyzję najbardziej korzystną z perspektywy właścicieli (12). W pracach tych przeanalizowaliśmy teorię dywidendy rezydualnej i na bazie przykładów liczbowych wykazaliśmy, że **w sytuacji, gdy podatek od dywidend pomniejsza bogactwo dla właścicieli bardziej niż realizacja projektu o ujemnym NPV, firma powinna podejmować projekt o ujemnym NPV**. Takie rozwiązanie będzie optymalne, gdy wartość zapłaconego podatku od dywidend przewyższa spadek wartości akcji wywołany realizacją projektu o ujemnym NPV.

W pierwszym etapie prac, po uzyskaniu stopnia doktora, opublikowałem również wyniki badań empirycznych w zakresie praktyk stosowania w Polsce narzędzi oceny projektów inwestycyjnych (29) oraz opcji realnych (27), które **zostały przeprowadzone w ramach prac nad rozprawą doktorską**. Z badań tych wynika, że do roku 2005 **zakres wykorzystania narzędzi pozwalających na oszacowanie wpływu opcji realnych na wartość projektu był w polskich przedsiębiorstwach bardzo niski** - tylko 3,6% ankietowanych potwierdziło stosowanie w ich przedsiębiorstwach rachunku wyceny opcji finansowych do szacowania wartości opcji realnych zawartych w projektach badawczo – rozwojowych zawsze, bardzo często, często lub czasami. Przeprowadzone badania dowiodły również, że w **procesie analizy ryzyka projektów badawczo – rozwojowych zdecydowanie najczęściej wykorzystywane są metody analizy jakościowej bazujące na doświadczeniu i**

intuicji kadry zarządzającej, a w sytuacji zaistnienia rozbieżności pomiędzy metodami finansowymi a intuicją menedżerów, w większości przypadków menadżerowie podejmują decyzje na podstawie własnej intuicji. Przyczyną wykorzystywania w największych przedsiębiorstwach działających w Polsce głównie metod jakościowych w procesach oceny wpływu ryzyka oraz elastyczności działania na wartość projektów badawczo - rozwojowych jest **brak zaufania decydentów do rezultatów sformalizowanych analiz finansowych**, co z kolei, jak można się domyśleć, wynika z nieznajomości i nieumiejętności korzystania przez kadrę menedżerską z odpowiednich metod analizy.

Jak już wspomniałem, podsumowaniem mojego dorobku w zakresie metodyki oceny projektów inwestycyjnych, dorobku zebranego do roku 2013, była monografia „*Analiza projektów inwestycyjnych w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa*” (5) przygotowana we współpracy z mgrm P. Paszczykiem. Publikacja ta zawiera zarówno rezultaty nowych badań, jak i wyniki wymienionych wcześniej prac.⁸ Do elementów nowych monografii należy przede wszystkim zaliczyć opracowanie **kompleksowej metodyki oceny projektów odtworzeniowych oraz mieszanych, czyli zawierających w sobie komponenty odtworzeniowe, rozwojowe i racjonalizatorskie** (rozdział 5, ze szczególnym uwzględnieniem rozdziałów 5.3 oraz 5.4), a także **dyskusję na temat metodyki oceny projektów inwestycyjnych w warunkach rynku niedoskonałego** (rozdział 2.5). Metodyka oceny projektów odtworzeniowych i mieszanych została w monografii uogólniona i zsyntezowana w postaci grafu podsumowującego główne etapy i zasady wyceny oraz zobrazowana za pomocą odpowiednich analiz przypadków. Metodyczna dyskusja nad oceną projektów w warunkach rynku niedoskonałego prowadzi do konkluzji, że w sytuacji braku możliwości dywersyfikacji ryzyka na rynku kapitałowym przez właścicieli, możliwa jest sytuacja, w której różne projekty mogą mieć różne oczekiwane stopy zwrotu. Dla niezdywersyfikowanego inwestora poszukującego możliwości dywersyfikacji specyficznego ryzyka oczekiwana stopa zwrotu z bezpiecznej inwestycji o niskiej stopie zwrotu może kształtować się na niższym poziomie niż stopa „obiektywna”, liczona z perspektywy mniejszościowych inwestorów zdywersyfikowanych. Taka sytuacja natomiast nie może zaistnieć, gdy podmiot realizujący projekt należy do grona inwestorów zdywersyfikowanych. W tym przypadku istnieje jedna oczekiwana stopa zwrotu od inwestycji realizowanych przez taki podmiot, a realizacja projektów niedających tej stopy zwrotu prowadzi, zgodnie z modelem CAPM, do spadku wartości akcji.

Jak już wspomniałem, druga grupa badań nad metodyką oceny projektów inwestycyjnych oraz wpływem inwestycji na wartość przedsiębiorstw zaowocowała publikacją dwóch artykułów (4, 14) oraz opracowaniem jednego *working paper* (41), będącego aktualnie w procesie recenzji w zagranicznym czasopiśmie naukowym i zaakceptowanego do prezentacji podczas *World Finance Conference* (07.2016).

W artykule przygotowanym we współpracy z drem F. Mlinaričem (4), opublikowanym w czasopiśmie z przypisanym *impact factorem*, wykazaliśmy, że pomimo iż różne techniki kalkulacji NPV prowadzą do tych samych wyników, to jednak **stosowanie w procesie analizy wolnych przepływów dla właścicieli (FCFE) prowadzi do wykazywania wyższej**

⁸ Informacja o wykorzystaniu w monografii moich wcześniejszych prac została podana we wstępie do książki oraz na początku rozdziałów zawierających moje wcześniejsze wyniki badań.

wartości aktualnej netto projektów finansowanych w ponadprzeciętnym stopniu długiem oprocentowanym, co w konsekwencji, **zwiększa ryzyko podejmowania decyzji niezgodnych z interesami akcjonariuszy**. Zjawisko to jest konsekwencją wrażliwości NPV wyliczonego za pomocą techniki FCFE na marginalnie wyższy udział długu w strukturze finansowania projektu niż wynikałoby to z optymalnej struktury finansowania przedsiębiorstwa realizującego projekt. Podobne problemy mogą pojawić się w efekcie stosowania techniki wolnych przepływów dla wszystkich stron finansujących (FCFF) przy wykorzystaniu stopy dyskontowej na poziomie WACC, kalkulowanego na podstawie projektowej struktury kapitału, zamiast stosowania w tym celu krańcowego kosztu kapitału dla całego przedsiębiorstwa. Dlatego też przepływy FCFF, dyskontowane marginalnym kosztem kapitału WACC podmiotu realizującego projekt, należy traktować jako właściwe rozwiązanie z punktu widzenia celów zarządzania wartością firmy. **Wyjątek od tej reguły stanowią projekty realizowane w formule klasycznego *project finance***. W tym przypadku oddzielenie ryzyka finansowego projektu od ryzyka jego sponsora pozwala na ponadprzeciętny wzrost zadłużenia spółki celowej bez konsekwencji w postaci wzrostu ryzyka i kosztu kapitału finalnego sponsora projektu. W efekcie, w tym przypadku wzrost zadłużenia prowadzi do wzrostu wartości projektu i bogactwa finalnych właścicieli. Warunkiem uzyskania takiego rezultatu jest wysoka dywersyfikacja właścicieli (sponsorów projektu), przekładająca się na ich odporność na potencjalne bankructwo spółki celowej, realizującej projekt. W ramach prowadzonych rozważań udowodniliśmy również, że choć prowadzenie analizy projektów inwestycyjnych jednocześnie za pomocą technik FCFE, EVA oraz FCFF nie jest konieczne dla obliczenia NPV, ponieważ wszystkie te techniki dają ten sam wynik wyliczeń wartości aktualnej netto, to jednak prawidłowa interpretacja stopy IRR wymaga przeprowadzenia szacunków na podstawie wolnych przepływów pieniężnych obliczanych zarówno na podstawie o techniki FCFF jak i FCFE. Wartość stopy IRR obliczona na podstawie wolnych przepływów pieniężnych dla wszystkich stron finansujących odzwierciedla bowiem średnią stopę zwrotu z całego kapitału, podczas gdy IRR obliczane na podstawie FCFE odzwierciedla stopę zwrotu tylko dla właścicieli.

Problematyka oceny projektów realizowanych w formule *project finance* stanowi także obszar moich aktualnych badań prowadzonych z prof. drem hab. K. Jackowiczem oraz drem P. Wnuczakiem. W ramach tych prac powstał *working paper* (41), którego celem jest przedstawienie prawidłowego algorytmu kalkulacji przepływów pieniężnych w ramach projektów realizowanych w formule *project finance*. Punktem wyjścia naszych rozważań było podsumowanie dyskusji prowadzonej w literaturze przedmiotu na temat zasadności stosowania w ocenie projektów inwestycyjnych i wycenie przedsiębiorstw tzw. potencjalnych dywidend (ang. *potential dividends*, dalej – PD) lub przepływów rzeczywistych (ang. *actual cash flow* lub *actual dividends*, dalej AD), odzwierciedlających jedynie wypłacone przez przedsiębiorstwo dywidendy lub dopłaty do kapitału i ignorujących nadwyżki pozostawione w wycenianym podmiocie w postaci środków płynnych. Zwolennicy rozwiązania bazującego na AD wskazują, że właściwie odzwierciedla ono przepływy przynależne właścicielom, dlatego też to rozwiązanie powinno być traktowane jako prawidłowe podejście do kalkulacji wolnych przepływów w procesie wyceny. Oponenci tego podejścia wskazują natomiast, że AD błędnie zakłada zerową stopę reinwestycji przepływów pozostawionych w przedsiębiorstwie. W naszym artykule zaprezentowaliśmy pogląd, że **o ile do wyceny wartości godziwej przedsiębiorstw i projektów odpowiednią techniką kalkulacji**

przepływów jest podejście PD, o tyle projekty realizowane w formule *project finance* powinny być oceniane na podstawie przepływów obliczonych zgodnie z AD. Za wykorzystanie PD w wycenie wartości godziwej przedsiębiorstw i projektów realizowanych w ramach przedsiębiorstw przemawia to, że dopuszczenie założenia o realizacji projektów o stopie zwrotu niższej od stopy dyskontowej oznaczałoby, iż kierownictwo podmiotu nie wypełnia swoich obowiązków wobec akcjonariuszy. W efekcie, zgodnie z teorią finansów, w takiej sytuacji powinna wystąpić reakcja właścicieli w postaci zmiany zarządu lub sprzedaży przedsiębiorstwa. Jeśli natomiast dane przedsiębiorstwo ma silny system ładu korporacyjnego, to akcjonariusze mogą wymusić wypłatę dywidendy w sytuacji, gdy zarząd podejmie działania zmierzające do realizacji nieoptymalnej polityki inwestycyjnej. Dodatkowo, założenie, że stopa reinwestycji może być niższa od stopy dyskontowej narusza zasady szacowania wartości godziwej w oparciu o Międzynarodowe Standardy Wyceny i Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej 13, które wskazują, że wycena powinna być prowadzona zgodnie z zasadą najlepszego wykorzystania aktywów (ang. HBU – *Highest and Best Use*), czyli w sposób maksymalizujący ich wartość. Reguła ta wyklucza możliwość działania w sposób nieoptymalny m.in. poprzez reinwestycję wolnych przepływów w projekty generujące stopę reinwestycji niższą niż koszt kapitału. Dlatego też wykorzystanie techniki AD, która zakłada zerową stopę reinwestycji środków płynnych pozostawionych w przedsiębiorstwie, jest podejściem nieprawidłowym do wyceny wartości godziwej. Technika ta powinna być jednak wykorzystywana do analizy przedsięwzięć realizowanych w formule *project finance*, czyli prowadzonych przez spółki celowe powoływane do realizacji tylko jednego projektu. W podmiotach tych nie ma możliwości reinwestowania okresowych nadwyżek pieniężnych lub ich wypłat do momentu spłaty zobowiązań kredytowych i wygaśnięcia zabezpieczeń umownych. Dlatego generowane wolne przepływy pieniężne nie mogą być traktowane jako dostępne właścicielom w momencie ich powstawania. Dodatkowo, w większości projektów realizowanych w przedsiębiorstwach do finansowania inwestycji wykorzystywana jest gotówka zgromadzona na rachunkach przedsiębiorstwa. W przypadku projektów realizowanych w formule *project finance* struktura finansowania wymaga często, aby właściciele zgromadzili niezbędne środki na finansowanie projektu w chwili tworzenia spółki celowej. Z opisanych powodów pojawiają się różnice pomiędzy momentem, w którym powstają wolne przepływy liczone za pomocą techniki PD a momentem ich prawdziwej dostępności dla właścicieli, co wskazuje na technikę AD jako na prawidłowe narzędzie oceny przedsięwzięć realizowanych w formule *project finance*. **W artykule przedstawiliśmy również prawidłowy algorytm wyliczenia AD na użytek oceny tego typu przedsięwzięć, który eliminuje niejasności w tym zakresie pojawiające się w literaturze przedmiotu.**

W ramach prac nad wpływem inwestycji na wartość przedsiębiorstw przeprowadziłem wraz z prof. drem hab. Krzysztofem Jackowiczem badania empiryczne wpływu inwestycji dokonanych w latach dobrej koniunktury gospodarczej (2005–2007) na wyniki finansowe osiągnięte przez przedsiębiorstwa giełdowe w okresie kryzysowym (2009–2011). Na próbę badawczą złożyły się wszystkie niefinansowe przedsiębiorstwa notowane na GPW w Warszawie w latach 2005–2011. Wykorzystując narzędzia długookresowej analizy zdarzeń ustaliliśmy, że w całej próbie efekty kosztowe inwestycji były silniejsze niż korzyści płynące z modernizacji procesu produkcyjnego. W konsekwencji duża skala inwestycji przed kryzysem na ogół przyczyniała się do odnotowania gorszej rentowności w okresie kryzysu.

Uzyskane wyniki sugerują, że okres dobrej koniunktury gospodarczej przekłada się na zbyt ni optywizm spółek publicznych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

4.2 Oddziaływanie czynników politycznych na finanse przedsiębiorstw

Do grupy prac nad wpływem czynników politycznych na finanse polskich przedsiębiorstw wchodzi dwa kompleksowe badania, przeprowadzone z prof. drem hab. K. Jackowiczem oraz drem Ł. Kozłowskim, których rezultaty opublikowano w czasopiśmie z przypisanym *impact factorem* (2, 3).

Pierwsze z tych badań objęło zagadnienie **wpływu powiązań politycznych na rentowność operacyjną spółek** niefinansowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przeprowadzona analiza bazowała na unikalnym zestawie danych zawierającym informacje finansowe o 316 przedsiębiorstwach notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001-2011, nazwiska członków rad nadzorczych i zarządów, a także szczegółowe informacje na temat ich politycznej przeszłości. W badanym okresie 105 przedsiębiorstw (33,2% próby) były politycznie powiązanych. Oszacowania dynamicznych modeli regresji dowiodły, że powiązania polityczne przedsiębiorstw prowadziły do **obniżenia rentowności operacyjnej** liczonej jako stosunek zysku na sprzedaży do wartości przychodów. Negatywny wpływ powiązań politycznych był najsilniejszy, gdy dane przedsiębiorstwo zatrudniało w zarządach polityków z doświadczeniem rządowym. Nie stwierdziliśmy również, aby powiązania polityczne przyczyniły się do zwiększenia rentowności w przypadku przedsiębiorstw z branż strategicznych i zależnych od kontraktów rządowych. **Uzyskane przez nas wyniki są odmienne od rezultatów podobnych badań prowadzonych w innych państwach wschodzących.** Specyfika polskiego rynku jest najprawdopodobniej związane z niestabilnością sceny politycznej obserwowanej do roku 2007, która to utrudniała spółkom wycenę korzyści płynących z zatrudniania byłych polityków.

Drugi artykuł traktujący o problemach wpływu powiązań politycznych na finanse przedsiębiorstw dotyczy zagadnienia **ograniczeń w finansowaniu inwestycji** (ang. *financial constraints*). Przeprowadzone przez nas obliczenia wykonane na próbie 2000 obserwacji zgromadzonych dla ponad 300 przedsiębiorstw giełdowych w Polsce w okresie 2001-2011 dowiodły, że mimo zmian instytucjonalnych w gospodarce oraz rozwoju systemu finansowego, polskie przedsiębiorstwa są wciąż ograniczone w zakresie realizowanych inwestycji przez wewnętrznie generowane fundusze. Polska gospodarka nie można zatem zostać opisana za pomocą wyidealizowanego modelu Modiglianiego-Millera, w którym zewnętrzne i wewnętrzne źródła finansowania traktowane są jako doskonałe substytuty. Wbrew naszym oczekiwaniom, formułowanym na bazie dorobku literatury przedmiotu, **ani powiązania polityczne, ani skala działania przedsiębiorstw nie miały istotnego wpływu na występowanie zjawiska *financial constraints*.**

4.3 Oddziaływanie rekomendacji na wartość spółek giełdowych

Moje prace nad problematyką wpływu rekomendacji na wartość spółek giełdowych stanowiły wstęp i zarazem inspirację do podjęcia tematyki analizy czynników wpływających na siłę oddziaływania rekomendacji.

Pierwsze badania z tego zakresu, przeprowadzone we współpracy z dr. B. Podgórskim (33 i 35) i w niewielkim zakresie z pomocą mgr. P. Weremczuka (35) wykazały, że **fakt wydania rekomendacji oddziałuje na zmiany cen akcji w krótkim horyzoncie czasowym**. Przeprowadzona analiza zdarzeń dla rekomendacji wydanych w okresie od 1 stycznia 2005 do 31 grudnia 2006, pozwoliło na stwierdzenie, że w dniu wydania rekomendacji „kupuj” (35) oraz „sprzedaj” (33) wywołują one statystycznie istotne, ponadprzeciętne stopy zwrotu. W badaniach zaobserwowano również występowanie ponadprzeciętnych i statystycznie istotnych stóp zwrotu w dniach upublicznienia rekomendacji „kupuj”, jednocześnie nie odnotowano ponadprzeciętnej reakcji rynku na fakt wydania rekomendacji „akumuluj”. Uzyskane w ten sposób wyniki były zgodne z rezultatami prac empirycznych opracowywanych dla dojrzałych rynków kapitałowych.

Moje późniejsze badania (13) objęły rekomendacje wydane od 1 stycznia 2008 roku do 31 lipca 2012, przy czym w tym przypadku zamiast analizy zdarzeń wykorzystałem **modele regresji objaśniającej skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu CAR** w oknach (0,+1), (0,+7) oraz (0,+14) dni od dnia wydania rekomendacji. Uzyskane wyniki również wskazują na silne oddziaływanie rekomendacji na zmiany wartości rekomendowanych spółek, wartości CAR reagują bowiem w statystycznie istotny i oczekiwany sposób zarówno **na typ wydanej rekomendacji jak i na odchylenie ceny rekomendowanej od bieżącej**.

4.4 Rachunek kosztów w jednostkach naukowo – dydaktycznych

Zainteresowanie problematyką organizacji systemów rachunku kosztów i wspierania decyzji menedżerskich w jednostkach naukowo – dydaktycznych są wynikiem moich prac w Komitecie Finansowym Akademii Leona Koźmińskiego. Zebrane w ten sposób doświadczenia, a także pogłębiona analiza literatury przedmiotu, doprowadziły mnie do wniosku, że efektywne systemy raportowania w jednostkach naukowo – dydaktycznych powinny pozwalać na analizę rentowności kierunków studiów przy jednoczesnym uchwyceniu efektywności prowadzonych działań badawczych oraz eliminacji wpływu kosztów ponadwymiarowych zasobów zarówno na działalność dydaktyczną jak i badawczą. Większość autorów publikujących w tym obszarze wskazuje na zaawansowane systemy alokacji kosztów jako na rozwiązanie najlepiej dostosowane do potrzeb zarządczego raportowania rentowności, stosunkowo rzadko są natomiast poruszane problematyka oddzielenia działalności badawczej od dydaktycznej oraz wpływu istnienia ponadwymiarowych zasobów na proces ewidencyjny i raportowania menedżerskiego. Brak w literaturze przedmiotu odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób rozwiązać wskazane problemy stanowiło podstawę do opracowania przeze mnie wraz z dr. M. Koczubą alternatywnego w stosunku do dotychczasowych modelu rachunku kosztów jednostek prowadzących

działalność naukową i dydaktyczną. **Przedstawione rozwiązania zakładają oddzielenie działalności badawczej od dydaktycznej zarówno w rachunku kosztów, jak i w raportowaniu, identyfikację obszarów kreujących nieuzasadnione koszty oraz rezygnację z alokacji kosztów ogólnych na nośniki (16, 32).** W artykułach omówiliśmy również argumenty przemawiające za proponowanymi rozwiązaniami, jak również zaprezentowano szczegółowe rozwiązania ewidencyjne oraz architekturę planu kont oraz zarządczego rachunku zysków i strat.

5 DZIAŁALNOŚĆ DYDAKTYCZNA, POPULARYZATORSKA I ORGANIZACYJNA

Tak jak wspominałem w części 1 *Autoreferatu*, ponad 15 lat pracy w Akademii Leona Koźmińskiego pozwoliło mi na zgromadzenie sporego bagażu doświadczeń dydaktycznych i organizacyjnych. W dalszej kolejności przedstawiam główne elementy mojego dorobku w omawianym zakresie. Ich rozwinięciem i dopełnieniem jest treść *Wykaz opublikowanych prac naukowych lub twórczych prac zawodowych oraz informacja o osiągnięciach dydaktycznych, współpracy naukowej i popularyzacji nauki*”.

Działalność dydaktyczna

Po uzyskaniu stopnia doktora prowadziłem zajęcia dydaktyczne ze studentami studiów dyplomowych oraz podyplomowych i MBA z zakresu szeroko rozumianych finansów przedsiębiorstw. W grupie tych zajęć były m.in. pełne kursy z: podstaw finansów, finansów przedsiębiorstw, oceny projektów inwestycyjnych i opcji realnych, wyceny przedsiębiorstw, zarządzania wartością, analizy finansowej, rynków kapitałowych, fuzji i przejęć, inżynierii finansowej w ALK, ESSCA, École de Management, Angers (Francja, Visiting Professor, stała współpraca), Faculty of Economics University of Porto, EDC, Ecole des Dirigeants et Créateurs d'entreprise, Ecole de Management de Normandie, Cean (Francja), (06.2010), University of Applied Sciences Kufstein (Austria). Od 2007 roku regularnie jestem promotorem projektów końcowych studentów MBA. Byłem opiekunem merytorycznym grupy studentów, którzy w 2015 wygrali polską edycję CFA Research Challenge organizowaną przez CFA Institute. Ta sama grupa studentów wygrała półfinały konkursu dla regionu EMEA kwalifikując się do ścisłego finału (przedstawiciele 5 uczelni spośród ponad 200 startujących). Większość zajęć prowadzę obecnie w języku angielskim. Za wysoką jakość dydaktyki otrzymałem w 2014 roku nagrodę dydaktyczną Rektora ALK oraz w roku 2015 Medal Komisji Edukacji Narodowej.

Kształcenie doktorów oraz magistrów

Po uzyskaniu stopnia doktora aktywnie działałem w zakresie kształcenia doktorantów. W ramach tych prac uczestniczyłem w konferencjach doktorantów organizowanych przez ALK, podczas których pełniłem rolę moderатора sesji panelowych oraz recenzenta. Jestem również

promotorem pomocniczym rozprawy doktorskiej mgra Marcina Ocieszaka. W okresie ostatnich 9 lat wypromowałem również 41 prac magisterskich, w tym 19 na studiach anglojęzycznych ALK, 1 magistranta w University of Porto i 3 w University of Bradford.

Działalność w zakresie rozwoju programów dydaktycznych

Podczas pracy w ALK stworzyłem koncepcję i program studiów, a następnie pełniłem funkcję Kierownika Studiów MBA dla Finansów (od roku 2015, MBA Finanse). Studia zostały uruchomione w roku 2004, do dnia dzisiejszego odbyło się 16 edycji studiów oraz 3 edycje finansowane ze środków europejskich.

Stworzyłem także koncepcję i program studiów, a także pełnię funkcji Kierownika Studiów (od roku akademickiego 2012/2013 funkcji Partnera Merytorycznego / Kierownika Merytorycznego dla studiów Zarządzania Finansami i Kontrolerów Finansowych) podyplomowych studiów dla Kontrolerów Finansowych, Zarządzania Finansami (rok 2003) oraz Analityka Rynków i Papierów Wartościowych, Analityka Ryzyka Kredytowego (rok 2010).

W ramach prac nad rozwojem kierunku Master in Finance and Accounting doprowadziłem do zmian programowych w ramach studiów Master in Finance and Accounting, które umożliwiły uruchomienie specjalności International Banking Anti Money Laundering oraz pozyskania partnera merytorycznego programu (Citibank International), pozyskanie partnera merytorycznego programu specjalności Corporate Finance (KGHM Polska Miedź S.A.), a także podpisanie umowy z University of Porto umożliwiającej uzyskanie podwójnego dyplomu (tzw. Double Degree Master in Finance) studentom anglojęzycznych studiów magisterskich Master in Finance and Accounting (ALK) oraz Master in Finance (FEP University of Porto).

W efekcie przeprowadzonych prac zostałem powołany od grudnia 2015 stanowisko Koordynatora Merytorycznego Kierunku Finanse i Rachunkowość na studiach realizowanych w języku angielskim.

Działalność organizacyjna

Obecnie jestem członkiem: Rady Programowej Studiów Ekonomiczno-Społecznościowych, Rady Programowej Kolegium Finansów i Bankowości, Rady Programowej Studiów Podyplomowych, Zespołu do spraw Akredytacji Międzynarodowej, Komitetu Finansowego. Regularnie pracuję również w Zespole ds. Akredytacji Międzynarodowych (od 2011) nad przygotowywaniem części finansowych raportów w ramach odnawiania akredytacji EQUIS, AMBA, AACSB oraz CEEMAN. Prace zespołu oraz innych pracowników uczelni zostały uwieńczone przedłużeniem wszystkich wymienionych akredytacji.

Jako członek Komitetu Finansowego ALK wspomagam również proces podejmowania decyzji strategicznych. W ramach tych prac odpowiadam za przygotowywania

długookresowych projekcji finansowych, a także biorę udział w dyskusjach na temat strategii rozwoju ALK.

Pozadydaktyczna działalność popularyzatorska

Jestem autorem lub współautorem kilkudziesięciu ekspertyz wykonywanych na zlecenie instytucji komercyjnych, nadzorczych (biegły powoływany przez Komisję Nadzoru Finansowego w roku 2010), Sądy i Prokuratury (habilitant jest wpisany na listę biegłych sądowych z zakresu wyceny przedsiębiorstw i wartości niematerialnych i prawnych przy Sądzie Okręgowym Warszawa – Praga).

W ramach działalności popularyzatorskiej prowadziłem liczne szkolenia z zakresu metodyki wyceny przedsiębiorstw, wyceny projektów inwestycyjnych, wyceny opcji realnych i zarządzania finansami. Szkolenia te, moim zdaniem, przyczyniły się do zwiększenia wiedzy finansowej w środowisku profesjonalistów. W ramach szkoleń prowadziłem zamknięte projekty szkoleniowe m.in. dla Ministerstwa Skarbu Państwa (2014, 2012, 2011), Agencji Rozwoju Przemysłu S.A. (2010-2014), komórek inwestycyjnych Citibank (2008), BZ WBK (2015), Mbanku (2016), RWE Stoen (2015, 2013), banków BGK (2012), PKO BP (2008 – 2012), Deutsche Bank, Raiffeisen Leasing Polska, Grupa Enea S.A., DNB Nord, PLK S.A., PGNiG S.A. Prowadziłem również otwarte szkolenia m.in. organizowane przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (2010-2016), adresowane głównie do środowiska rzeczoznawców majątkowych.

Paweł Kier

Bibliografia

- Albert Jr R. L., Smaby. T.R., 1996, *Market Response to Analyst Recommendations in the "Dartboard" Column: The Information and Price-Pressure Effects*, Review of Financial Economics 1996, Vol. 5 No. 1., s. 59-74.
- Barber. B. M., Odean. T., 2008, *All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors*, Review of Financial Studies, Vol. 21(2), s. 785-818.
- Barber B. M., Lehavy R., Trucman B., 2010, *Ratings Changes Ratings Levels and the Predictive Value of Analysts' Recommendations*, Financial Management, Vol. 39, No. 2, s. 533-553.
- Busse J. A., Green C., 2002, *Market efficiency in real time*, Journal of Financial Economics, 65, s. 415-437.
- Buzała P., 2015, *Silna a pól silna forma efektywności informacyjnej rynku kapitałowego – doświadczenia z GPW w Warszawie na podstawie zaleceń analityków*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 862, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 75, s. 97-109.
- Buzała P., 2013, *Rekomendacje giełdowe a wybrane charakterystyki rekomendowanych spółek*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 768, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 63, s. 65-75.
- Czapiewski L., 2015, *Czy inwestorzy wierzą analitykom? Analiza reakcji inwestorów na rekomendacje giełdowe na GPW w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 862, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 75, s. 111-121.
- Fama E. F., 1970, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, Journal of Finance, 25(2), s. 383-417.
- Gurgul H., 2006, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków, s. 1 – 231.
- Loh R., Mian M., 2006, *Do Accurate Earnings Forecasts Facilitate Superior Investment Recommendations?*, Journal of Financial Economics, 80, s. 455-483.
- Mielcarz P., Podgórski B., 2008, *Wpływ negatywnych i neutralnych rekomendacji na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu na GPW w latach 2005-2006*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 7, Urbańczyk E., Szczecin, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, s. 533-543.
- Scholes M. S., 1972, *The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices*, The Journal of Business, Vol. 45, No. 2, (Apr. 1972), s. 179-211.
- Womack K. L., 1996, *Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?*, The Journal of Finance, Vol. 51., No. 1 (Mar. 1996), s. 137-167.