

DF-KFP.072.06.2020

Biuro Rady Awansów Naukowych	
Wpływ	29 -05- 2020
Załącznik	100/2020

Recenzja

osiągnięcia naukowego dr Joanny Lizińskiej
pt. „Kształtowanie zysków a wartość rynkowa spółki
dokonującej pierwszej oferty publicznej akcji na rynku wschodzącym”

02.06.2020
Sli

1. Opis przedłożonego do recenzji osiągnięcia naukowego

Osiągnięciem naukowym Habilitantki jest cykl publikacji powiązanych tematycznie obejmujący 18 pozycji naukowych. Cykl naukowy składa się z tekstów zamieszczonych w monografiach, artykułów w czasopismach naukowych oraz publikacji w materiałach konferencyjnych. Spis publikacji prezentuję zgodnie z kolejnością podaną w tomie przedstawiającym teksty źródłowe zebrane w cykl publikacji powiązanych tematycznie¹. W skład cyklu publikacji wchodzi:

1.2.A. Publikacje naukowe w czasopismach znajdujących się w bazie Journal Citation Reports (JRC) lub na liście European Reference Index for the Humanities (ERIH)

1.2.A-I

Jewartowski, Tomasz; Lizińska, Joanna (2012): *Short- and Long-Term Performance of Polish IPOs*. *Emerging Markets Finance and Trade* 48(2), s. 59–75. DOI: 10.2753/REE1540-496X480204.

1.2.A-II

Lizińska, Joanna; Czapiewski, Leszek (2018): *Towards Economic Corporate Sustainability in Reporting: What Does Earnings Management around Equity Offerings Mean for Long-Term Performance?* *Sustainability* 10(12), s. 1–23. DOI: 10.3390/su10124349.

¹ Symbole przy publikacjach odnoszą się do oznaczeń nadanych przez Habilitantkę w dokumentacji postępowania habilitacyjnego. W dalszej części recenzji będę się odnosił do oznaczeń dorobku przedstawionych na poniższej liście publikacji

Sli

1.2.B. Monografie, publikacje naukowe w czasopismach międzynarodowych lub krajowych inne niż znajdujące się w w/w bazach lub na w/w liście i inne

1.2.B-I

Jewartowski, Tomasz; Lizińska, Joanna (2012): *Determinants of IPO underpricing – the Evidence from Poland*, w: Financial Crises, Impact and Response: The View from the Emerging World, red. Peter Koveos. Ateny, s. 103–113.

1.2.B-II

Lizińska, Joanna (2013): *W poszukiwaniu przyczyn długookresowej reakcji cenowej po dokonaniu emisji IPO*. Zarządzanie i Finanse/ Journal of Management and Finance 2(2), s. 227–239.

1.2.B-III

Lizińska, Joanna (2014): *Zjawisko underpricingu na rynkach wschodzących*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia 66, s. 361–374.

1.2.B-IV

Lizińska, Joanna; Czapiewski, Leszek (2014): *Performance of Polish IPO firms: size and profitability effect*. Gospodarka Narodowa 1, s. 53–71.

1.2.B-V

Lizińska, Joanna (2014): *Zróźnicowanie cech spółek dokonujących IPO na rynkach wschodzących i rozwiniętych*. Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie/Politechnika Śląska 74, s. 383–392.

1.2.B-VI

Lizińska, Joanna (2015): *Manipulowanie zyskami na rynkach wschodzących i rozwiniętych-konsekwencje dla długookresowej wartości przedsiębiorstwa po dokonaniu pierwotnej emisji akcji*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 75, s. 297–308. DOI: 10.18276/frfu.2015.75-24.

1.2.B-VII

Lizińska, Joanna; Czapiewski, Leszek (2015): *Reassessing Polish IPO Underpricing and Underperformance*. Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica 1, s. 57– 70. DOI: 10.18778/0208-6021.310.05.

1.2.B-VIII

Lizińska, Joanna; Czapiewski, Leszek (2015): *Determinanty underpricingu w Polsce i na innych wybranych rynkach wschodzących*. Research Papers of the Wrocław University of Economics/Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 386, s. 112–125. DOI: 10.15611/pn.2015.386.08.

1.2.B-IX

Lizińska, Joanna; Czapiewski, Leszek (2016): *Is the IPO Anomaly in Poland Only Apparent or Real?*, w: The Essence and Measurement of Organizational Efficiency, red. Tadeusz Dudycz, Grażyna Osbert-Pociecha i Bogumiła Brycz. Cham: Springer International Publishing (Springer Proceedings in Business and Economics), s. 175–194.

1.2.B-X

Lizińska, Joanna; Czapiewski, Leszek (2016): *Manipulowanie zyskami przez spółki debiutujące na GPW*. Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 4, s. 197–212. DOI: 10.14746/rpeis.2016.78.4.15.

1.2.B-XI

Lizińska, Joanna; Czapiewski, Leszek (2016): *IPO Firms' Earnings Quality in Poland Around the Crisis*. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 4 (cz.2), s. 201–212. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-16.

1.2.B-XII

Mizerka, Jacek i Lizińska, Joanna (red.) (2017): *Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych*. Warszawa: CeDeWu, następujące podrozdziały monografii:

- Lizińska, Joanna (2017): *Zróźnicowanie geograficzne i sektorowe transakcji IPO na świecie*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 83-88.
- Lizińska, Joanna (2017): *Cechy spółek debiutujących na rynkach wschodzących i rozwiniętych*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 88–95
- Lizińska, Joanna (2017): *Niedoszacowanie IPO na świecie*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 104–107.
- Lizińska, Joanna (2017): *Przeszacowanie IPO na świecie*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 125–129.
- Czapiewski, Leszek; Lizińska, Joanna (2017): *Opis próby badawczej*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 81–83.
- Czapiewski, Leszek; Lizińska, Joanna (2017): *Charakterystyka IPO w Polsce na tle tendencji światowych*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 95–99.

- Czapiewski, Leszek; Lizińska, Joanna (2017): *Metody oceny reakcji ceny akcji na debiut giełdowy*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 101–104.
- Czapiewski, Leszek; Lizińska, Joanna (2017): *Niedoszacowanie IPO w Polsce*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 107–110.
- Czapiewski, Leszek; Lizińska, Joanna (2017): *Czynniki kształtujące krótkookresową reakcję cenową na rynkach wschodzących i rozwiniętych*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 110–115.
- Czapiewski, Leszek; Lizińska, Joanna (2017): *Czynniki kształtujące poziom niedoszacowania cen akcji w Polsce*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 116–119.
- Czapiewski, Leszek; Lizińska, Joanna (2017): *Metody pomiaru przeszacowania cen akcji*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 121–125.
- Czapiewski, Leszek; Lizińska, Joanna (2017): *Przeszacowanie IPO w Polsce*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 129–137.
- Czapiewski, Leszek; Lizińska, Joanna (2017): *Czynniki kształtujące poziom przeszacowania cen akcji na wybranych rynkach wschodzących i rozwiniętych*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 137–140.
- Czapiewski, Leszek; Lizińska, Joanna (2017): *Czynniki kształtujące poziom przeszacowania cen akcji w Polsce*, w: Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych, red. Jacek Mizerka i Joanna Lizińska. Warszawa: CeDeWu, s. 140–141.

1.2.B-XIII

Lizińska, Joanna; Czapiewski, Leszek (2018): *Earnings Management and Underpricing of IPOs on an Emerging Market*. *Studia Oeconomica Posnaniensia* 6(2), s. 7–20. DOI: 10.18559/SOEP.2018.2.1.

1.2.B-XIV

Lizińska, Joanna; Czapiewski, Leszek (2018): *Earnings Management and the Long-Term Market Performance of Initial Public Offerings in Poland*, w: Finance and Sustainability. Proceedings from the Finance and Sustainability Conference, Wrocław 2017, red. Agnieszka Bem, Karolina Daszyńska-Żygadło, Taťána Hajdıková i Péter Juhász, t. 62. Cham: Springer International Publishing; Springer (Springer Proceedings in Business and Economics), s. 121–134.

1.2.B-XV

Czapiewski, Leszek; Lizińska, Joanna (2019): Explanatory Power of Pre-Issue Financial Strength for Long-Term Market Performance: Evidence From Initial Equity Offerings on an Emerging Market. *International Journal of Financial Studies* 7 (1), s. 1-16. DOI: 10.3390/ijfs7010016.

1.2.B-XVI

Lizińska, Joanna; Czapiewski, Leszek (2019): *Is Window-Dressing around Going Public Beneficial? Evidence from Poland*. *Journal of Risk and Financial Management* 12(1), s. 1–16. DOI: 10.3390/jrfm12010018.

2. Ranga i zakres tematu badawczego

Obszar tematyczny przedłożonych do recenzji publikacji skupia się wokół tematyki debiutów giełdowych ze szczególnym uwzględnieniem efektu zmian ceny akcji towarzyszącemu debiutowi spółek na rynku publicznym. Określenie wielkości samego efektu cenowego oraz cech mu towarzyszących jest ważne dla wszystkich uczestników rynku kapitałowego – zarówno strony popytowej i podażowej pierwszych transakcji na rynku publicznym jak i instytucji organizujących debiut giełdowy oraz instytucji odpowiedzialnych za organizację i nadzorowanie obrotu giełdowego.

Ze względu na powszechność występowania efektu niedowartościowania cen akcji na światowych giełdach oraz skalę tego efektu temat ten stanowi obszar intensywnych badań wielu zespołów naukowców na całym świecie od połowy lat 80-tych ubiegłego wieku. Próby wyjaśnienia tego efektu znajdują swój wyraz w grupach wzajemnie się uzupełniających teorii związanych z: nierównym dostępem stron transakcji do informacji na temat sprzedawanych akcji, różnicami instytucjonalnymi pomiędzy krajami i giełdami oraz czynnikami behawioralnymi wpływającymi na decyzje inwestorów.



Większość badań na temat debiutów giełdowych dotyczy dobrze rozwiniętych rynków kapitałowych ze szczególnym uwzględnieniem krajów anglosaskich. Wybór krajów wschodzących jako przedmiotu badań jest ważny ze względu na specyfikę badanych giełd i rolę jaką pełnią w lokalnych gospodarkach. Ponadto, lista giełd papierów wartościowych otwieranych na rynkach wschodzących systematycznie się wydłuża, co urozmaica próbę badawczą, skłania do modyfikacji narzędzi badawczych, przede wszystkim pozwala na weryfikację wyników dotychczasowych badań.

Przedstawiony do recenzji dorobek Habilitantki zawiera wiele interesujących wątków badawczych związanych z efektem niedowartościowania akcji w momencie debiutu giełdowego. Habilitantka wskazała jednak jako cel główny **identyfikację związku pomiędzy kształtowaniem zysków a wartością rynkową spółki działającej na rynku wschodzącym**. Tym samym, cel główny odnosi się głównie do teorii opisujących wpływ kształtowania obrazu działalności przedsiębiorstwa w sprawozdaniach finansowych w okresach towarzyszących debiutowi giełdowemu (asymetria informacji i działania po stronie podażowej) na wartość debiutujących spółek w krótkim i długim okresie.

Habilitantka w sposób ścisły zidentyfikowała trzy obszary badawcze związane z realizacją postawionego sobie celu. Pierwszy z nich dotyczy pomiaru zmian wartości rynkowej spółki po dokonaniu pierwszej oferty publicznej akcji. Drugi odnosi się do występowania zjawiska kształtowania poziomu zysków i skali kształtowania zysków przez spółki debiutujące na giełdzie akcji. Trzeci cel dotyczy określenia relacji pomiędzy finansowymi cechami spółek debiutujących a zmianami wartości rynkowej spółek.

Podział pomiędzy trzy obszary wydaje się nieco sztuczny, ponieważ w większości publikacji rozważania Habilitantki dotyczą dwóch, a czasami trzech wspomnianych obszarów jednocześnie. Mimo wszystko, uważam jednak, że podział taki był konieczny ze względu na lepszą organizację badań literaturowych i właściwy dobór procedur badawczych. Analiza zakresu tematycznego publikacji uszeregowanych w porządku chronologicznym wykazała stopniowe przesunięcie zainteresowań Habilitantki z obszaru pierwszego do obszaru drugiego i trzeciego.

3. Wkład Habilitantki w rozwój dyscypliny w obszarze stosowania i modyfikacji narzędzi badawczych

Ocena warsztatu badawczego pozwala na ocenę zdolności Habilitantki do zaprojektowania, przeprowadzenia badania, oceny wiarygodności wyników oraz właściwego opisu wniosków z badania. Przede wszystkim należy stwierdzić, że Habilitantka posiada niezbędne umiejętności

pozwalające na rzetelne przygotowanie badania poprzez niezbędne na tym etapie odwoływanie się do literatury i krytyczną analizę wcześniej stosowanych rozwiązań.

Koncepcja badań empirycznych przyjęta w publikacjach tworzących recenzowany cykl uwzględnia różne rozwiązania szczegółowe poszczególnych metod badawczych. Podstawowym narzędziem stosowanym w analizie stóp zwrotu jest pomiar zwykłych stóp zwrotu, który nie jest zadaniem łatwym ze względu na konieczność podjęcia właściwych decyzji na temat:

- przyjęcia właściwej definicji zwykłej stopy zwrotu (prostych i skumulowanych),
- doboru właściwego indeksu i sposobu ważenia stóp zwrotu,
- wyboru wariantu modelu,
- procedury selekcji i eliminacji obserwacji skrajnych,
- grupowania obiektów badania według różnych kryteriów i konieczności prowadzenia badań na podgrupach, co wymagało w niektórych przypadkach reklasyfikacji działalności spółek,
- doboru właściwego okresu badania (*event study*, *calendar approach*) oraz określenia długości badanego okresu.
- doboru sposobu testowania odporności wyników (*robustness check*), a wielokrotnie podejmowana w badaniach próba przeprowadzania takich testów świadczy moim zdaniem o kompleksowości i dojrzałości prowadzonych badań,
- dostosowania narzędzi do specyfiki lokalnych, krajowych rynków kapitałowych.

Z reguły warsztat badacza wykorzystującego metody analizy zdarzeń na rynku akcji jest budowany stopniowo, a biegłości w posługiwaniu się narzędziami nabywa się po dokonaniu wielu prób, a sam proces nie poddaje się łatwej automatyzacji. Wielością możliwych rozwiązań należy tłumaczyć obfitość wyników zaprezentowanych przez Habilitantkę w cyklu. Moim zdaniem, Habilitantka udowodniła, że jest w stanie twórczo dostosowywać narzędzia badawcze do planowanych zadań badawczych.

Dodatkowo, w badaniach wielokrotnie wykorzystano narzędzia regresji wielorakiej. Wyniki regresji poddano stosownym testom statystycznym. Należy zaznaczyć, że oprócz stosowania tradycyjnych testów parametrycznych i nieparametrycznych, również w tym obszarze Habilitantka przestrzegała reżymu stosowania testów odporności wyników.

Na uwagę zasługuje dobór czynników mogących objaśniać proces kształtowania się cen akcji w momencie debiutu giełdowego jak i zachowanie w okresach późniejszych. Docenić należy poszukiwania Habilitantki najlepszych cech objaśniających oraz miar opisujących te zmienne.

Regresja wieloraka była szczególnie chętnie wykorzystywana w badaniach w obszarach 2 i 3, gdzie ciężar analizy przesunął się z pomiaru efektów debiutu na analizę czynników powiązanych z badanym efektem. W badaniach nad skłonnościami zarządzających debiutującymi spółkami do manipulacji wynikami finansowymi istnieje konieczność wykorzystania miar pośrednich, ponieważ bezpośrednia obserwacja możliwych zmian w sposobach ewidencji nie jest możliwa. Habilitantka wykorzystwała tradycyjną klasyfikację tego typu działań uwzględniając podział na działania: typowe, tj. zmierzające do przesunięcia ekonomicznych skutków zdarzeń pomiędzy okresami oraz działania nietypowe, tj. mierzone odstępstwem rozliczeń międzyokresowych od ich normalnego poziomu ustalonego na podstawie rozwiązań modelowych. W wielu przypadkach narzędzia stosowane w literaturze światowej nie można bezpośrednio zastosować do analizy polskich przedsiębiorstw ze względu chociażby na różnice w regulacjach prawnych. Habilitantka dostosowała stosowane na świecie narzędzia badawcze do wymogów badania spółek debiutujących na polskim rynku kapitałowym.

Moim zdaniem, Habilitantka w przedłożonym do recenzji cyklu publikacji potwierdziła wysoki poziom swoich umiejętności badawczych.

4. Opis wyników badań w kontekście wkładu badawczego Habilitantki w rozwój dyscypliny

4.1. Wkład do rozwoju dyscypliny wyników badań zrealizowanych w obszarze pierwszym

Pierwszy obszar badawczy dotyczy zjawiska pomiaru wartości przedsiębiorstwa. Habilitantka nieodmiennie stosuje w swoich analizach założenie o pól silnej efektywności rynku kapitałowego, który dostarcza zbioru wiarygodnych informacji na temat oceny działań podejmowanych przez menedżerów i właścicieli spółek dokonywanych przez inwestorów w krótkim i długim okresie. Przyjęcie takiego założenia dla rynków wschodzących, czy rozwijających się, niesie ze sobą dla badacza pewne ryzyko. Wiąże się one z możliwością zakwestionowania wiarygodności uzyskanych wyników, gdyż może okazać się, że wymagany przez badaczy stopień efektywności rynku może występować sporadycznie, w krótkich okresach lub odnosić się wyłącznie do części spółek. Próba eliminacji tego mankamentu jest prowadzenie szeroko zakrojonych badań (wiele obserwacji w stosunkowo długim okresie funkcjonowania rynku i różnych fazach jego rozwoju) oraz konieczność przeprowadzenia testów odporności uzyskanych wyników na zmiany metod.

Autorka podjęła szereg badań analizujących efekt niedoszacowania cen akcji na próbach badawczych obejmujących okres 16 lat funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego. Warto

wspomnieć, że badania nad krótkoterminowymi i długoterminowymi efektami spółek w latach 1998-2008 zostały wyróżnione publikacją w wysoko punktowanym czasopiśmie [1.2.A-I]. Warto podkreślić, że kwestionują one wcześniejsze opinie na ten temat sformułowane na podstawie badań innych zespołów badawczych. Natychmiastowe zwykłe stopy zwrotu były dodatnie i istotne statystycznie ale poniżej poziomów uzyskanych we wcześniejszych badaniach. Poszerzenie okresu badawczego w [1.2.B-VII] pozwoliło na potwierdzenie wcześniej zaobserwowanych efektów. Natomiast w publikacji [1.2.B-VII] Habilitantka przetestowała te wyniki w różnych fazach giełdowego cyklu koniunkturalnego (niższe wyniki w czasie hossy), a w publikacjach [1.2.B-III, 1.2.B-XII] porównała wyniki badań na polskim rynku kapitałowym w podziale na podokresy koniunktury i dekonunktury również w odniesieniu do wyników badań przeprowadzonych na innych rynkach wschodzących.

Wartościowe wnioski wynikają również z analiz zmian wartości debiutujących spółek w długim okresie (trzyletnim, pięcioletnim). Zjawisko względnej utraty wartości po debiucie giełdowym osiągało rozmiary sięgające ok. -45% (mediana). Ciekawymi zabiegami stosowanymi przez Autorkę było stosowanie różnych benchmarków [1.2.B-XI, wielkość spółki powiązana odwrotnie proporcjonalnie z wielkością efektu *underpricing*], uwzględnienie przesunięcia czasowego w analizie, wykorzystanie różnych modeli wyznaczania stóp zwrotu [1.2.B-XV] oraz przeprowadzenie badań porównawczych na różnych rynkach się rozwijających [1.2.B-XII].

4.2. Wkład do rozwoju dyscypliny wyników badań zrealizowanych w obszarze drugim

Badania empiryczne w obszarze drugim dotyczyły czterech problemów badawczych: skłonności do przekraczania zysku zerowego, skłonności do przekraczania rentowności roku poprzedniego, konsekwencji manipulowania zyskami dla kolejnych okresów sprawozdawczych oraz manipulowania zyskami przez dokonywanie nietypowych przesunięć pomiędzy okresami.

W [1.2.B-X] Habilitantka wykazała, że spółki debiutujące na giełdzie warszawskiej raportowały z reguły wysoką zyskowność (podobnie rentowność sprzedaży), a w latach następujących po emisji następowało znaczne obniżenie rentowności. Aż 73% spółek wykazywało wzrost zysku netto w roku debiutu (średni przyrost zysku netto o 28,5%). W latach po debiucie następowały spadki rentowności i zyskowności. Wpływ poszczególnych zmian zyskowności Habilitantka mierzyła na podstawie przesunięć zdarzeń pomiędzy okresami na podstawie analizy różnic pomiędzy przepływami pieniężnymi a zyskami. W każdym zastosowanym modelu (DeAngelo, Jones) wynik wskazywał na znaczące obniżenie się nietypowych korekt aż do war-

tości ujemnych. Dodatkowo, przy stosowaniu modelu DeAngelo nietypowe dodatnie przesunięcia były widoczne w roku przed debiutem. Wszystkie modele wskazywały na nietypowe dodatnie przesunięcie okresowe w okresie debiutu.

Wnioski na temat nietypowego przesunięcia pomiędzy okresami efektów zdarzeń gospodarczych, które miały korzystny wpływ na wynik finansowy w roku debiutu, zostały potwierdzone przy stosowaniu znacznie poszerzonego instrumentarium badawczego. Habilitantka poszerzyła je o odmienne sposoby aproksymowania wpływu działań typu memoriałowego na poziom zysku (modele: McNichols, Jones, w dwóch wersjach, Ball-Shivakumar) w długim okresie, tj. w 8 latach [1.2.B-XIV] oraz dodatkowo wykorzystwała model Kothariego, Leone'a, Wasley'a w [1.2.A-II]. Różnice pomiędzy wynikami uzyskanymi przez różne zespoły badawcze na różnych rynkach frapują i skłaniają do postawienia dodatkowych pytań badawczych.

Habilitantka postarała się sprawdzić te efekty na różnych rynkach wschodzących [1.2.B-VI] przy zastosowaniu procedury badania powiązań pomiędzy zjawiskiem manipulowania zysku w okresach poprzedzających debiut a długotrwałymi efektami niedoszacowania akcji. Dla spółek na rynkach wschodzących odnotowano większe natężenie manipulowania zyskami w porównaniu do spółek debiutujących na rynkach rozwiniętych. Wycena rynkowa była bardziej niekorzystna dla spółek, których menedżerowie zdecydowali się na bardziej agresywną strategię zarządzania zyskami.

Należy nadmienić, że nowatorską próbą podjętą przez Habilitantkę było określenie wpływu kryzysu finansowego na zakres manipulacji wynikiem finansowym spółek debiutujących na rynku publicznym [1.2.B-XI]. Habilitantka w badaniach uwzględniła różny czas potrzebny na ewentualne dostosowanie jakości raportowania w nowej sytuacji. Jednak bez względu na sposoby klasyfikacji debiutów wnioski na temat manipulowania w roku debiutu były odporne na dobór modeli estymacji (model DeAngelo, modele Jones w dwu wariantach). Poziom nadwyżkowy korekt wyniku finansowego osiągał w okresie po kryzysie mniejsze rozmiary w porównaniu do okresu przez kryzysem. Uzupełnieniem nurtu badań związanych z wpływem kryzysu finansowego była analiza stabilności związku pomiędzy zyskownością a wartością rynkową akcji (stopami zwrotu z akcji). Habilitantka wykazała [1.2.A-II], że dla debiutów dokonanych przed kryzysem finansowym występuje istotna ujemna zależność pomiędzy manipulowaniem zysków a kształtowaniem się stóp zwrotu z akcji. Po kryzysie finansowym wyniki badań nie przynoszą rezultatów, które można potwierdzić statystycznie. Temat określenia wpływu zmian zyskowności na zmianę wartości spółek stanowił przedmiot badań w obszarze trzecim.

4.4. Wkład do rozwoju dyscypliny wyników badań zrealizowanych w obszarze trzecim

Naturalną konsekwencją badań nad zmianą poziomu zyskowności w okresach towarzyszących debiutowi giełdowemu było powiązanie tych zmian z poziomem cen akcji. W tym celu Habilitantka podzieliła spółki debiutujące pod względem stopnia agresywności oddziaływania na wynik (powyżej i poniżej mediany zwykłych korekt memoriałowych). Spółki cechujące się relatywnie większym poziomem zwykłych korekt memoriałowych wykazywały w długim większe ubytki wartości rynkowej od spółek z niższym poziomem zwykłych korekt memoriałowych – jednakże efekt nie był stabilny w czasie [1.2.B-XIV]. Dodatkowe badania wykorzystujące analizę regresji wykazały, że spółki charakteryzujące się wyższym poziomem zwykłych korekt memoriałowych charakteryzował wyższy ubytek wartości zarówno w momencie IPO jak i w okresie 3 miesięcy następujących po debiucie giełdowym.

Wartościowym uzupełnieniem badań nad wpływem zwykłych korekt memoriałowych na zmianę wartości spółek debiutujących na giełdzie było zastosowanie w [1.2.B-XVI] rekomendowanego przez E. Fama podejścia kalendarzowego. Spółki, które w roku debiutu w mniejszym stopniu oddziaływały na swój wynik finansowy były bardziej odporne na obniżenie wartości (pomiar parametru alfa) w okresie 36 miesięcy od spółek podejrzanych o agresywną politykę manipulowania zyskiem. Wartości parametru alfa dla portfeli spółek agresywnie zarządzających poziomem zysku były ujemne i istotne statystycznie prawie we wszystkich wariantach metod badawczych.

Zmiana przedmiotu badania z obszaru możliwej manipulacji zyskami na rentowność polskich debiutantów na rynku kapitałowym dla różnych okresów analizy nie dały spójnych rezultatów. Jednakże porównanie polskich spółek ze spółkami pochodzącymi z innych krajów wschodzących pozwoliło Habilitantce na stwierdzenie, że spółki dokonujące IPO w Polsce cechowały się wyższą rentownością w okresach przed debiutem niż spółki z innych rynków [1.2.B-I], a mimo tego na innych rynkach wschodzących spółki charakteryzujące się niższą rentownością uzyskiwały wyższe stopy zwrotu [1.2.B-III].

Uzupełnieniem badań prowadzonych w obszarze drugim było wskazanie pozostałych cech potencjalnie wpływających na efekt niedowartościowania. Na podstawie analizy literatury Habilitantka wybrała grupę cech, w większości cech finansowych, które zostały poddane badaniom: wielkość spółki, wielkość emisji, przynależność sektorową, asymetrię informacji (zmienność stóp zwrotu po debiucie), koniunkturę giełdową, prywatyzację, mnożnik MV/BV, dźwignię finansową, czynniki związane z autokorelacją stóp zwrotu, oraz rentowność. Należy jednak podkreślić, że analiza dodatkowych czynników nie była prowadzona bez niezbędnej

podbudowy teoretycznej. Habilitantka w analizie przesłanek występowania krótkoterminowego i długoterminowego przewartościowania cen akcji debiutujących spółek odnosi się do teorii sygnalizacji, rozbieżności opinii, sygnalizacji [1.2.B-II, 1.2.B-I, 1.2.A-I, 1.2.B-IV, 1.2.B-VIII].

W podsumowaniu należy stwierdzić, że przedstawione do recenzji prace naukowe Habilitantki pozwalają na bardzo pozytywną ocenę wkładu Habilitantki w rozwój dyscypliny. Wkład ten jest związany z twórczą adaptacją i twórczym przetworzeniem narzędzi badawczych związanych z analizą zdarzeń na rynku akcji, badaniem wpływu stopnia zniekształceń wyniku finansowego na zmianę cen akcji debiutujących jak i powiązaniem tych efektów z pozostałymi parametrami finansowymi opisującymi przedsiębiorstwa debiutujące w Polsce i na innych rynkach wschodzących. Zasadniczy wkład w rozwój dyscypliny to wyniki, nierzadko, pionierskich badań nad debiutami giełdowymi spółek na rynkach wschodzących. Zaprezentowane wyniki badań stanowią bez wątpienia spójny i wzajemnie ze sobą powiązany cykl badań wnoszący wiele w rozwój warsztatu i wiedzy samej Habilitantki jak i rozwój samej dyscypliny finansów.

5. Omówienie osiągnięć badawczych nieujętych w cyklu

Habilitantka przedstawia trzy dodatkowe obszary badawcze stanowiące przedmiot Jej zainteresowań.

Pierwszym z nich związanym z sekurytyzacją aktywów Habilitantka zajmowała się na początkowym etapie kariery naukowej, przed uzyskaniem stopnia doktora. Po uzyskaniu stopnia doktora pojawiła się w tym obszarze pojedyncza publikacja na temat sekurytyzacji spółek amerykańskich, w której wykorzystaną metodą badawczą była analiza zwyczajowych stóp zwrotu z akcji.

Kolejny obszar badawczy to obszar będący naturalną konsekwencją badań nad debiutami na rynku pierwotnym. Habilitantka poddała badaniu emisje akcji przeprowadzone przez spółki giełdowe na rynku wtórnym. Na wyróżnienie zasługuje artykuł (2.1.B-X), w którym Habilitantka wykorzystwała metodologię pomiaru zniekształceń wyniku finansowego i towarzyszących temu efektów zmian cen akcji na 21 rynkach wschodzących oraz artykuły dotyczące pomiaru efektów cenowych po dokonywaniu kolejnych emisji akcji na rynku indyjskim (2.1.A-II (artykuł w czasopiśmie z listy JCR), 2.1.B-VI) i australijskim (2.1.B-VII, 2.1.B-IX).

Trzeci dodatkowy obszar dotyczy badań efektywności rynku w reakcji inwestorów na zdarzenia inne niż debiut spółki. Z tematem tym Habilitantka była związana poprzez udział w grantie badawczym finansowanym przez NCN. Zakres badań prowadzonych przez Habilitantkę

był w tym obszarze bardzo różny i dotyczył badania wpływów specyficznych zdarzeń i efektów kalendarzowych [2.1.B-XII, 2.1.B-XIII] oraz wpływu cech spółek (rozmiar spółki, wskaźniki finansowe z grupy wskaźników rynkowych itp.) na notowania cen ich akcji. Badania były szeroko zakrojone i dotyczyły wielu rozwiniętych rynków kapitałowych jak i rynku polskiego [2.1.B-I, 2.1B-IV, 2.1.A-I (artykuł w czasopiśmie odnotowanym na liście JCR)].

Publikacje zawierają wiele interesujących badań, które pozostają w głównym nurcie badań prowadzonych w dyscyplinie finanse. Analiza publikacji Habilitantki spoza cyklu dostarcza dodatkowych argumentów przemawiających za pozytywną oceną jej dokonań naukowych.

6. Ocena bibliometryczna dorobku Habilitantki

Dorobek Habilitantki jest chętnie cytowany przez innych naukowców. Wg Google Scholar łączna liczba cytowań przekracza 113 cytowań. Dwie najchętniej cytowane publikacje znajdują się w recenzowanym cyklu (1.2.A-I oraz 1.2.B-IV). Należy zwrócić uwagę na duży przyrost cytowań w ostatnich 5 latach jej kariery akademickiej.

Habilitantka publikuje w wysoko punktowanych czasopismach oraz czasopismach notowanych na liście JCR (cztery publikacje). Sumaryczny wskaźnik siły oddziaływania prac wynosi 3,7.

Parametry bibliometryczne dorobku Habilitantki należy ocenić pozytywnie.

7. Udział w projektach badawczych

Habilitantka brała udział w licznych projektach badawczych, których finansowanie uzyskiwało się na drodze konkursowej. Jako wykonawca brała udział w dwóch projektach finansowanych przez NCN i MNiSW.

Obecnie Habilitantka kieruje projektem badawczym finansowany przez NCN na temat: „Znaczenie doboru metod wyceny w procesie identyfikacji anomalii rynkowych”

Obszar działalności naukowej związanej z pozyskiwaniem grantów badawczych należy ocenić pozytywnie.

8. Udział w konferencjach naukowych

Habilitantka prowadzi bardzo aktywną działalność konferencyjną. Brała aktywny udział w 42 konferencjach tematycznych. Po uzyskaniu stopnia doktora przygotowała 27 referatów na konferencje krajowe i zagraniczne (z czego 12 w języku angielskim), a 11 wygłosiła osobiście

na sesjach panelowych. Do najważniejszych wystąpień na konferencjach o zasięgu międzynarodowym należy uznać referat na konferencji VIII Euroasia Business and Economics Society w 2012 r., Efficiency as a Source of Wealth of Nations w 2015 r., International Conference on Accounting, Finance and Financial Institutions. Theory Meets Practice w 2016 r., SSEM Euro Conference: Emerging Market Economics w 2018 r., INFINITI Conference on International Finance w 2018 r.

Część działalności naukowej związanej z uczestnictwem w konferencjach jest ważnym elementem pracy naukowej. Wymiana poglądów i opinii na temat swoich osiągnięć pozwala na dalsze doskonalenie się w pracy naukowca. Uczestnictwo w konferencjach naukowych Habilitantki należy ocenić bardzo pozytywnie.

9. Pozostała działalność: organizacyjna, dydaktyczna oraz popularyzująca naukę

Habilitantka prowadzi intensywną działalność szkoleniowo-dydaktyczną związaną z obszarem finansów. Była zaangażowana w 7 projektach europejskich (EFS w ramach Programu Operacyjnego Wiedza Gospodarka Rozwój) i innych programach międzynarodowych i krajowych. Prowadzi nauczanie przedmiotów związanych z finansami przedsiębiorstwa na studiach I-go i II-go stopnia oraz studiach podyplomowych, niejednokrotnie do zajęć opracowanych według własnej koncepcji.

Sprawuje opiekę nad studentami w ramach prowadzonych seminariów na studiach licencjackich oraz w ramach sprawowanej funkcji promotora pomocniczego w przewodzie doktorskim. Uczestniczy w dyskusjach nad stworzeniem koncepcji prac doktorskich.

Systematycznie podnosi swoje kompetencje w wielu aspektach pracy dydaktycznej i naukowej na szkoleniach i kursach *on-line*.

Ze względu na duże zaangażowanie w pracę dydaktyczną oraz towarzyszące temu duże osiągnięcia uważam, że ocena dodatkowych obszarów towarzyszące karierze akademickiej jest jak najbardziej pozytywna.

10. Konkluzja

Biorąc pod uwagę wszystkie aspekty działalności naukowej Pani Doktor Joanny Lizińskiej, a zwłaszcza przedłożony do recenzji cykl publikacji pt. „Kształtowanie zysków a wartość rynkowa spółki dokonującej pierwszej oferty publicznej akcji na rynku wschodzącym” wskazany przez Habilitantkę jako osiągnięcie naukowe, stwierdzam, że jej osiągnięcia naukowe po

uzyskaniu stopnia doktora nauk ekonomicznych **stanowią znaczny wkład** w dziedzinę nauk ekonomicznych i dyscyplinę finanse. Moja ocena dorobku naukowego Habilitantki oraz innych aspektów jej działalności naukowej jest **pozytywna**. Pozytywnie oceniam również ważną dla funkcjonowania systemu nauki w Polsce działalność dydaktyczną i organizacyjną.

Tym samym uznaję, że są spełnione wymagania sformułowane w Ustawie o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki z 14 marca 2003 r. z późniejszymi zmianami. Wnioskuje o dopuszczenie Pani Doktor Joanny Lizińskiej do dalszych etapów postępowania habilitacyjnego.

Tomasz Skowiscki