

Dr hab. Katarzyna Kuziak, prof. UE
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

**Recenzja pracy doktorskiej magistra Józefa Rudnickiego pt. „Wpływ podziału akcji na
płynność obrotu oraz stopę zwrotu dla akcjonariuszy”**

Analizy rynku akcji mogą być dokonywane za pomocą różnych narzędzi – np. analizy technicznej, modeli prognostycznych, analizy zdarzeń (event study). Analiza zdarzeń, została zastosowana w badaniach po raz pierwszy w 1969 roku przez Fama, Fishera, Jensena i Rolla. Jest narzędziem umożliwiającym ocenę reakcji inwestorów na informacje o wydarzeniach mających miejsce w spółkach giełdowych, których efektem jest zmiana cen akcji. Lista zagadnień będących przedmiotem analizy zdarzeń jest szeroka i obejmuje między innymi: podział akcji, zmiany w polityce dywidend, nabycie akcji własnych przez spółkę, fuzje, przejęcia, istotne zmiany w akcjonariacie, ogłoszenie wyników finansowych, ogłoszenie pierwotnej emisji akcji lub kolejnej.

Wydaje się, iż podział akcji jest operacją czysto techniczną, nieprzynoszącą spółce ani jej akcjonariuszom żadnej dodatkowej wartości. Teoretycznie więc jego wpływ na notowania akcji spółek przeprowadzających te operacje powinien być obojętny. Jednak badania prowadzone na rozwiniętych rynkach pokazują, iż nie jest to prawda. W większości wskazują one na pozytywny „efekt splitu”, przy jednoczesnym negatywnym wpływie procesu scalenia na kursy akcji.

Rozważania recenzowanej rozprawy doktorskiej dotyczą właśnie zdarzenia jakim jest podział akcji przedsiębiorstwa i jego wpływ na rentowność inwestycji w akcje oraz na płynność obrotu. Jest to temat aktualny, ważny i nietrywialny, zatem wybór tematu przez Doktoranta uważam za trafny.



Rozwiązanie postawionego zadania, właściwość przyjętych metod i założeń

Rozprawa doktorska Józefa Rudnickiego liczy ponad 230 stron (załączniki ok. 20 stron), z tego właściwy tekst zawiera się na 181 stronach. Praca podzielona jest na 5 rozdziałów, zawiera wstęp, zakończenie, bibliografię, spisy rysunków i tabel oraz załączniki.

Wstęp zawiera motywację podejmowanego tematu, szeroko omawia cele i tezy pracy, opis problematyki badawczej i metodykę badań oraz opis struktury pracy (zawartości poszczególnych rozdziałów).

Rozdział pierwszy można traktować jako wprowadzający w tematykę podziału akcji, ale zawiera on również kwestie, wykraczające poza wprowadzenie (np. hipotezę rynku efektywnego).

Rozdział drugi omawia pomiar rentowności inwestycji w akcje oraz zagadnienie płynności obrotu, ze szczególnym uwzględnieniem mierników tej płynności. Doktorant przedstawia szczegółowo tradycyjne i rozszerzone mierniki płynności obrotu oraz mierniki frykcji i aktywności.

W rozdziale trzecim przedstawiono badania empiryczne dotyczące wpływu podziału akcji na stopę rentowności inwestycji w akcje i płynność obrotu obecne w literaturze. Opisane zostały badania wpływu podziału akcji na rentowność inwestycji w akcje, na zmienność stóp zwrotu i na płynność obrotu. Pokazane zostały też wyniki badań dotyczące polskiego rynku obecne w literaturze.

Rozdział czwarty zawiera badania Autora dotyczące wpływu podziału akcji na stopy zwrotu akcji notowanych na GPW w Warszawie.

Rozdział piąty dotyczy badań Autora wpływu podziału akcji na płynność obrotu akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie, w tym na udział obrotu małymi/dużymi transakcjami w obrotach ogółem.

Praca zakończona jest podsumowaniem, w którym sformułowano wnioski odnośnie weryfikacji postawionych hipotez badawczych oraz co należy podkreślić, skonfrontowanie uzyskanych wyników badań z wynikami otrzymanymi przez innych autorów we wcześniejszych okresach (s. 179-180).

Pozytywnie oceniam recenzowaną rozprawę. Magister Józef Rudnicki wykazał, iż potrafi rozwiązać problem naukowy, jakim jest analiza wpływu podziału akcji na rentowność inwestycji i płynność obrotu. Rozwiązanie postawionego zadania przeprowadzone zostało prawidłowo, przyjęte założenia i narzędzia generalnie nie budzą zastrzeżeń.



Doktorant jest bardzo dobrze zorientowany w literaturze przedmiotu – liczy ona aż około 390 pozycji oraz 4 akty prawne. Pan Józef Rudnicki prowadząc badania – analizę wpływu podziału akcji na rentowność inwestycji, strukturę akcjonariatu i na płynność obrotu, pokazał, iż potrafi prowadzić pracę naukową. To wszystko wskazuje, iż zasługuje on na stopień doktora nauk ekonomicznych.

Cel badań – hipotezy rozprawy

Autor formułuje cel główny pracy jako analizę wpływu podziału akcji na płynność obrotu oraz stopę zwrotu dla akcjonariuszy walorów spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (termin „walorów” jest zbędny).

Cel główny uszczegóławiają następujące cele cząstkowe:

- 1) analiza wpływu podziału akcji na stopę zwrotu dla akcjonariuszy z wykorzystaniem analizy zdarzeń oraz koncepcji ponadprzeciętnej stopy zwrotu (podrozdział 4.2-4.3).
- 2) analiza wpływu podziału akcji na strukturę inwestorów uczestniczących w procesie kształtowania ceny walorów (podrozdział 5.1).
- 3) analiza wpływu podziału akcji na dwie grupy mierników płynności, w szczególności, na mierniki aktywności oraz frykcji (podrozdział 5.2-5.4).

Ostatnie dwa cele cząstkowe zostały sformułowane niefortunnie – w drugim celu wydaje się, iż Autorowi chodzi o wpływ podziału akcji na udział obrotu małymi/dużymi transakcjami w obrotach ogółem/liczbie transakcji, co nie jest równoznaczne ze strukturą inwestorów oraz strukturą akcjonariatu jak brzmi tytuł rozdziału piątego. Z kolei w celu trzecim wydaje się, iż chodzi o wpływ podziału akcji na płynność obrotu mierzoną za pomocą wybranych mierników płynności, w szczególności, mierników aktywności oraz frykcji (podrozdział 5.2-5.4).

Cele te zostały zrealizowane. Bardzo cenne są w pracy rozważania Autora związane z motywami/skutkami podziału akcji (podrozdział 1.4) oraz pomiarem płynności obrotu (podrozdziały 2.4-2.6)

Poza celami Autor stawia również tezy. Teza główna została sformułowana jako: podział akcji istotnie wpływa na stopę zwrotu dla akcjonariuszy oraz płynność obrotu. Tezy szczegółowe:

- 1) w wyniku podziału akcji zwiększeniu ulega udział inwestorów dokonujących transakcji o relatywnie małych wartościach;



- 2) podział akcji przekłada się na wzrost płynności obrotu walorów;
- 3) hipoteza optymalnego przedziału cenowego wyjaśnia zaobserwowane następstwa podziału akcji przeprowadzonego przez spółki notowane na GPW w Warszawie

Odzwierciedleniem sformułowanych w ten sposób celów i tez pracy jest przyjęta struktura pracy. Wyniki badań w rozdziale czwartym i piątym pozwoliły zweryfikować te hipotezy.

Osiągnięcia rozprawy

Do podstawowych osiągnięć rozprawy zaliczam szeroko zakrojone badania empiryczne związane z podziałem akcji i jego konsekwencji dla różnych charakterystyk akcji: dla płynności obrotu (mierzonej za pomocą: spreadu bid-ask, dziennej liczby transakcji, średniej oraz mediany wartości pieniężnej pojedynczej transakcji, udział obrotu małymi miernikami: Amihuda, Marsha i Rocka), dla rentowności inwestycji w akcje. Analiza została przeprowadzona rzetelnie, próba objęła 41 spółek notowanych na GPW w Warszawie, które w okresie 2006-2012 dokonały podziału akcji. Wyniki badań zostały zestawione z wynikami uzyskanymi przez innych autorów (podrozdziały 4.2-4.3, 5.1-5.3).

Do pozostałych osiągnięć Autora można zaliczyć:

- Określenie motywów/skutków podziału akcji (podrozdział 1.4).
- Kompleksowe przedstawienie pomiaru płynności obrotu (podrozdziały 2.4-2.6).
- Analizę wyników badań empirycznych dotyczących podziału akcji obecnych w literaturze (rozdział 3).

Uwagi dyskusyjne

W trakcie lektury pracy nasunęły mi się następujące uwagi dyskusyjne:

1) Ponieważ większość opisanych w pracy motywów przeprowadzania operacji podziału akcji można odnieść również do scalenia akcji, szkoda że w pracy zabrakło miejsca na komentarz w tym zakresie Doktorant zauważa jedynie: „Innym ograniczeniem niniejszej pracy jest to, iż podejmowana tematyka nie porusza kwestii akcji groszowych”.

2) Zabrakło mi jasnego umiejscowienia analizowanego podziału akcji w nurtach badawczych finansów. Z jednej strony w finansach neoklasycznych analiza zdarzenia jakim jest podział akcji może być narzędziem badania efektywności rynku kapitałowego, a z drugiej – w finansach behawioralnych może stanowić narzędzie do badania reakcji inwestorów na

informację o splicie akcji. Czy zgodnie podrozdziałem 1.5 dotyczącym hipotezy rynku efektywnego, praca pozycjonuje się w tym pierwszym nurcie?

3) Bardzo wysoko oceniam porównanie przez Doktoranta wyników własnych badań z wynikami uzyskanymi przez innych autorów. Jednak, pomimo bardzo dobrego rozpoznania literatury, Doktorantowi umknęły dwie ważne prace empiryczne dotyczące polskiego rynku:

- Fiszeder P., Mstowska E., Analiza wpływu splitów akcji na stopy zwrotu spółek notowanych na GPW Warszawie. Modelowanie i prognozowanie gospodarki narodowej, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, nr 4/8, Sopot 2011,

- Kopczewska K., Wpływ splitów na kursy akcji notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, [w:] T. Bernat (red.), Rynek kapitałowy - mechanizm, funkcjonowanie, podmioty, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Szczecin 2004, s. 155-158.

4) Wzór nr (3) na s. 35 jest błędny – powinien być: $AR_t = R_t - \hat{\alpha}_t - \hat{\beta}_t R_{wt}$. Wzór ten – poprawny – jest również na s. 38 jako nr (14). Podobnie wzór nr (4) jest na s. 36 i 39 ale jako nr (15). Dlaczego ten sam wzór jest dwukrotnie numerowany, a nie ma po prostu odniesienia do wzoru odpowiednim numerem?

Poprawność redakcyjna

Praca jest bardzo dobrze napisana pod względem językowym. Parę uwag do redakcji tekstu:

1. s. 28, 40 odmiana „Reilleyego”, „Reillego” jest niepoprawna – powinno być Reilly’ego (gdy nazwisko kończy się na samogłoskę jest konieczny apostrof).
2. s. 82, 83 zapis „Giełda Papierów Wartościowych w Hong Kongu”, „Giełda Papierów Wartościowych w Tajlandii” nie są najlepsze – po ang. jest Stock Exchange of Hong Kong, Stock Exchange of Thailand – lepiej giełda papierów wartościowych w Hongkongu, giełda papierów wartościowych Tajlandii.
3. s. 121 „w okresie czasu”, lepiej w okresie lub w czasie.
4. s. 122 „zatwierdzonych przy pomocy” – błędne: przy pomocy używa się w odniesieniu do kogoś, a jeśli czegoś, to za pomocą.

Uwagi dyskusyjne, jak i powyższe uwagi redakcyjne, nie mają wpływu na pozytywną ocenę całej pracy. Na podkreślenie zasługuje zrozumiały styl wypowiedzi. Widać, że Autor posiadaną wiedzę potrafi przekazać w sposób zrozumiały dla czytelnika.

Podsumowanie

Reasumując jeszcze raz stwierdzam, że rozprawa doktorska Józefa Rudnickiego pt. Wpływ podziału akcji na płynność obrotu oraz stopę zwrotu dla akcjonariuszy zyskuje moją pozytywną ocenę. Spełnia ona wymogi ustawowe stawiane rozprawom doktorskim w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse. W związku z tym wnioskuję do Rady Wydziału o jej przyjęcie i dopuszczenie do publicznej obrony.

Wrocław, 2016-09-30.

