

Dr hab. Marek Masztalerz, prof. UEP  
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu  
Instytut Rachunkowości i Zarządzania Finansami  
Katedra Rachunkowości i Rewizji Finansowej

Poznań, 27.10.2024

**Recenzja rozprawy doktorskiej**  
**mgr Anny Mazurczak-Mąki**  
**pt. „Znaczenie informacji ujawnianych przez spółki**  
**notowane w alternatywnym systemie obrotu**  
**dla ochrony interesów inwestorów”**

**1. Uwagi wstępne**

Przedmiotem niniejszej recenzji jest rozprawa doktorska pt. *Znaczenie informacji ujawnianych przez spółki notowane w alternatywnym systemie obrotu dla ochrony interesów inwestorów* przygotowana przez mgr Annę Mazurczak-Mąkę. Promotorem rozprawy jest prof. UEK dr hab. Mariusz Andrzejewski. Recenzja została sporządzona w odpowiedzi na pismo nr RDC.600.147.2.2024 od Dyrektora Szkoły Doktorskiej UEK prof. dr. hab. Stanisława Popka. Celem recenzji jest stwierdzenie, czy rozprawa doktorska spełnia wymogi określone w *Ustawie z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki* (Dz.U. z 2017 r. poz. 1789, z późn. zm.) w związku z *Ustawą z dnia 3 lipca 2018 r. Przepisy wprowadzające ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce* (Dz.U. z 2018 r. poz. 1669, z późn. zm.) oraz wskazanie, czy recenzowaną rozprawę doktorską należy dopuścić do publicznej obrony w dziedzinie nauk ekonomicznych (obecnie: nauk społecznych) w dyscyplinie ekonomia (obecnie: ekonomia i finanse).

## 2. Ocena problematyki, tematu i celów pracy

Problematyka badawcza rozprawy obejmuje znaczenie informacji (zwłaszcza finansowych) ujawnianych przez spółki notowane w alternatywnym (wobec rynku głównego GPW) systemie obrotu (a konkretnie na NewConnect) dla ochrony interesów inwestorów. Temat pracy jest ciekawy i istotny zarówno z naukowego, jak i praktycznego punktu widzenia) z co najmniej dwóch względów. Po pierwsze, asymetria informacji na rynku kapitałowym – niezależnie od prowadzonych w tym zakresie badań naukowych na całym świecie – wciąż od lat stanowi (i pewnie będzie stanowić w przyszłości, choćby ze względu na postęp technologiczny, który wpływa na zakres i czas dostępu do informacji) obszar o dużym potencjale badawczym. Temat jest aktualny i realny (tj. nie stanowi sztucznie wykreowanego problemu naukowego). Po drugie, w opozycji do większości innych badań, Autorka skupia się w części empirycznej nie na rynku głównym GPW, lecz w alternatywnym systemie obrotu, co należy docenić, ponieważ – wedle mojej wiedzy – podmioty notowane na NewConnect stosunkowo rzadko są podmiotem badań w obszarze rachunkowości.

Problemem badawczym pracy jest identyfikacja znaczenia informacji ujawnianych przez spółki notowane w ASO NewConnect w ramach jednostkowych raportów rocznych dla ochrony interesów inwestorów. Autorka stawia hipotezę badawczą sformułowaną następująco: *„Poziom ochrony inwestorów zależy od szczegółowości ujawnień, innych obserwowalnych czynników specyficznych dla poszczególnych spółek, a także od innych czynników o charakterze nieobserwowalnym. Hipotezę główną wspomagają hipotezy pomocnicze wskazujące, że istnieje statystycznie istotna zależność pomiędzy: szczegółowością ujawnianych informacji a stopniem ochrony interesów inwestorów (H1), innymi nieobserwowalnymi czynnikami ekonomicznymi a stopniem ochrony inwestorów (H2), innymi nieobserwowalnymi czynnikami wewnętrznymi a stopniem ochrony inwestorów (H3) oraz innymi nieobserwowalnymi czynnikami zewnętrznymi a stopniem ochrony inwestorów (H4). Nie mam uwag do treści tych hipotez – są one logiczną konsekwencją przyjętego celu pracy, a ponadto są sformułowane w sposób klarowny, niebudzący wątpliwości interpretacyjnych. Mam jedynie wątpliwość natury językowej, a mianowicie Doktorantka pisze w tym miejscu, że podjęła próbę „udowodnienia hipotezy” (s. 7), a wedle tzw. „starej szkoły” hipotezy się weryfikuje, a udowadnia się tezy. Zresztą, sama Autorka dalej pisze (tym razem, w mojej ocenie, słusznie) o „potwierdzeniu lub zaprzeczeniu hipotezy” (s. 7) oraz o „weryfikacji hipotez” (s. 9 i dalsze).*

Głównym celem rozprawy badań jest „określenie stopnia szczegółowości ujawnianych informacji jako kluczowej miary wpływającej na poziom ochrony interesów inwestora”. Cel główny jest sformułowany konkretnie, a jego rozwinięciem i uszczegółowieniem są cele cząstkowe sformułowane przez Autorkę następująco:

- 1) „umiejscowienie rynku alternatywnego NewConnect w strukturze rynku finansowego, wraz z omówieniem genezy jego powstania, jak również roli w procesie finansowania mikro, małych i średnich przedsiębiorstw,
- 2) podjęcie próby zdefiniowania zagadnienia ochrony interesów inwestorów w świetle teorii asymetrii, wraz ze wskazaniem potencjalnych wskaźników pomiaru ochrony inwestorów oraz opis naruszeń obowiązków informacyjnych przez spółki notowane w ramach polskiego ASO,
- 3) wskazanie znaczenia informacji na rynku kapitałowym, źródeł informacji wykorzystywanych w procesie decyzyjnym przez inwestorów, a także określenie roli rachunkowości w procesie raportowania realizowanym przez współczesne przedsiębiorstwa,
- 4) omówienie dotychczas podejmowanych badań z zakresu ujawniania informacji oraz czynników determinujących ochronę inwestora, wraz z wyborem miary na potrzebę przeprowadzenia badań w części empirycznej,
- 5) opracowanie propozycji wskaźnika NCDI (NewConnect Disclosure Index) mierzącego ujawnienia informacji w wybranych obszarach raportów rocznych spółek notowanych na rynku NewConnect,
- 6) wykorzystanie wskaźnika ujawnień NCDI do oceny szczegółowości ujawnianych informacji w raportach rocznych wybranych spółek w okresie 2017 – 2021,
- 7) wskazanie istotnych czynników wpływających na poziom ochrony inwestora poprzez wykorzystanie modelu regresji dla zebranych danych przekrojowo – czasowych”.

Nie mam zastrzeżeń do istoty postawionych celów, niemniej mam dwie uwagi: jedną językową, a drugą metodyczną. Po pierwsze, użyte przez Doktorantkę sformułowania („podjęcie próby zdefiniowania zagadnienia”, „opracowanie propozycji wskaźnika”) są zachowawcze i trochę „umniejszają” faktyczne zamierzenia i dokonania badawcze. W mojej ocenie lepiej byłoby ująć to „odważniej” czyli np. „zdefiniowanie zagadnienia” w celu 2. czy „opracowanie wskaźnika” w celu 5. Po drugie, zakres czasowy badania (pięć lat) jest jak najbardziej odpowiedni, ale szkoda, że wybrany okres nie kończy się choćby rok później, zważywszy na moment złożenia pracy (II półrocze 2024).

### **3. Ocena logiki i struktury pracy**

Rozprawa składa się ze wstępu, czterech rozdziałów zasadniczych oraz zakończenia, bibliografii, spisu rysunków, spisu tabel, spisu wykresów i załączników. Praca liczy w sumie 195 stron, w tym część zasadnicza 151 stron. Rozdziały mają zbliżoną objętość, co należy ocenić pozytywnie. Warto w tym miejscu podkreślić (i docenić), że Autorka nie wpadła w pułapkę „mnożenia stron” – rozprawa może wydawać się skromniejsza objętościowo niż wiele innych prac doktorskich w obszarze rachunkowości, które nierzadko liczą nawet ponad 300 stron, jednak w mojej ocenie jest to dowodem na dojrzałość Doktorantki, to jest umiejętność koncentracji na kwestiach niezbędnych i kluczowych dla realizacji przyjętego celu, bez zbędnego opisywania kwestii pobocznych – może i ważnych (dla innych osób) – ale niezwiązanych istotnie z celami pracy.

We wstępie Autorka określa problemy badawcze, cele rozprawy i hipotezy badawcze oraz prezentuje syntetycznie treść kolejnych rozdziałów. Przyjęte przez Autorkę cele rozprawy przesądziły o jej strukturze, którą uznaję za spójną. Kolejność wywodu jest logiczna. Najpierw Autorka omawia teoretyczne i instytucjonalne kwestie roli alternatywnego systemu obrotu w pozyskiwaniu kapitału dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw (rozdział 1) a potem omawia kwestię ochrony interesów inwestorów w świetle teorii asymetrii informacji (rozdział 2). W obu rozdziałach rozważania są zwieńczone odniesieniami do ASO NewConnect, co daje asumpt do omówienia źródeł, roli i znaczenia informacji ujawnianych przez spółki notowane w ASO NewConnect (rozdział 3). Finalnie Autorka dokonuje empirycznej weryfikacji wybranych czynników wpływających na ochronę interesów inwestorów w spółkach notowanych w ASO NewConnect i konstruuje autorski wskaźnik szczegółowości ujawnień NCDI (rozdział 4). Przyjęty tok rozumowania oceniam pozytywnie. Szczegółową ocenę treści merytorycznej poszczególnych rozdziałów przedstawiam w punkcie 5 niniejszej recenzji.

### **4. Ocena źródeł i metod badawczych**

Autorka wykorzystwała w pracy około 300 źródeł bibliograficznych (książki, artykuły, akty prawne, źródła internetowe), krajowych i zagranicznych (anglojęzycznych). Ponadto, w części empirycznej poddała analizie i ocenie 255 raportów spółek notowanych w ASO NewConnect (51 spółek w okresie 5 lat). Dobór źródeł literaturowych jest szeroki, poprawny i – w mojej ocenie – wystarczający dla realizacji postawionych celów.

W pracy wykorzystano różne metody badawcze, w tym krytyczne studia literaturowe (w części teoretycznej rozprawy), analizę deskryptywną i porównawczą, wnioskowanie dedukcyjne i indukcyjne, analizę przypadków naruszeń obowiązków informacyjnych, analizę treści (zawartości) jednostkowych raportów rocznych spółek z wykorzystaniem autorskiego wskaźnika szczegółowości ujawnień NCDI. Dla weryfikacji hipotez badawczych użyto modelu regresji. Dobór metod badawczych uznaję za prawidłowy. Doktorantka zastosowała szeroki wachlarz metod i narzędzi ilościowych i jakościowych. Ich wykorzystanie przyczyniło się do osiągnięcia zamierzonych celów rozprawy.

## **5. Ocena merytorycznej treści pracy**

**Rozdział pierwszy** pt. *Alternatywny System Obrotu i jego rola w pozyskiwaniu kapitału dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw* ma charakter wprowadzający do tematyki pracy. Punktem wyjścia rozważań jest omówienie rynku kapitałowego jako elementu systemu finansowego. Następnie Autorka wskazuje źródła finansowania działalności MŚP w Polsce. Ta część rozdziału jest bardzo syntetyczna, co oceniam pozytywnie, bo rozważania te mają charakter wprowadzający. W kolejnych punktach rozdziału Doktorantka opisuje genezę i funkcjonowanie ASO na świecie oraz omawia znaczenia rynku NewConnect dla finansowania przedsiębiorstw w Polsce. Nie mam żadnych zastrzeżeń do treści tego rozdziału, stanowi on – w mojej opinii – bardzo dobre, krótkie (lecz pojemne) i klarowne wprowadzenie do dalszych rozważań i badań.

**Rozdział drugi** pt. *Ochrona interesów inwestorów w świetle teorii asymetrii informacji* jest poświęcony problemowi asymetrii informacji na rynku kapitałowym oraz analizie pojęcia „ochrona inwestorów” (kluczowego z punktu widzenia celu rozprawy). Autorka analizuje dotychczasowe wskaźniki pomiaru ochrony inwestorów, a następnie omawia naruszenia obowiązków informacyjnych na rynku ASO NewConnect ze wskazaniem na ich znaczenie dla bezpieczeństwa obrotu. Podobnie jak w rozdziale poprzednim, rozważania są ujęte syntetycznie i klarownie, co oceniam pozytywnie.

**Rozdział trzeci** pt. *Źródła oraz znaczenie informacji ujawnianych przez spółki notowane w ASO NewConnect* zawiera w pierwszej części analizę językową pojęcia „informacja” (w tym informacja ekonomiczna i informacja finansowa). W tym obszarze mam jedną uwagę odnośnie tego, co Autorka pisze o wymogach MSSF: „*Wśród cech decydujących o przydatności wyróżnić można charakterystyki szczegółowe, takie jak: porównywalność, sprawdzalność, terminowość i zrozumiałość*”(s. 102). Jest to ujęte

nieprecyzyjnie, bo wskazane cztery cechy jakościowe według *Założeń koncepcyjnych sprawozdawczości finansowej (ZKSF)* to nie są „charakterystyki szczegółowe” a „cechy wzbogacające” (*enhancing characteristics*), a ponadto nie decydują one o przydatności, a jedynie uzupełniają (czyli „wzbogacają”) fundamentalne cechy jakościowe informacji finansowych, tj. przydatność (*relevance*) i wierną prezentację (*faithful representation*). Chcę jednak dodać, że uwaga ma charakter czysto językowy, gdyż z dalszych rozważań Doktorantki jasno wynika, że rozumie sens zawarty w opisie cech jakościowych w ZKSF.

W dalszej części rozdziału Autorka przedstawia rachunkowość jako kluczowy element systemu informacyjnego przedsiębiorstwa a następnie omawia źródła informacji wykorzystywane w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Doktorantka przytacza pogląd innych osób: „za najdoskonalszą formę raportowania informacji niefinansowych uznawane jest obecnie raportowanie zintegrowane” (s. 110). Chciałbym zatem zadać Doktorantce pierwsze pytanie, na które mam nadzieję uzyskać odpowiedź w trakcie publicznej obrony pracy doktorskiej: Czy Doktorantka podziela pogląd, że raporty zintegrowane są najdoskonalszą formą raportowania i dlaczego tak lub nie?

Ostatni podrozdział poświęcony jest kwestii zakresu i formatu raportu rocznego w spółkach notowanych w ASO NewConnect. Rozważania te, syntetyczne i klarowne, stanowią punkt wyjścia do badania własnego Doktorantki w kolejnym rozdziale.

**Rozdział czwarty** pt. *Empiryczna weryfikacja wybranych czynników wpływających na ochronę interesów inwestorów w spółkach notowanych na ASO NewConnect* prezentuje wyniki własnych badań Doktorantki. W pierwszej kolejności dokonany jest przegląd zagranicznych i krajowych badań empirycznych dotyczących relacji między szczegółowością ujawnień a poziomem ochrony inwestorów. Doktorantka zauważa lukę badawczą w tym zakresie (którą opisuje na s. 135) a następnie krok po kroku precyzyjnie opisuje całą procedurę badawczą (co umożliwia ewentualną „reprodukcję” badań, np. na innym rynku lub w innym okresie), od wyboru próby po konstrukcję własnej koncepcji wskaźnika szczegółowości ujawnień (NCDI). Opracowany indeks NCDI uważam za udany i przydatny zarówno w badaniach naukowych, jak i praktycznym zastosowaniu. Następnie Autorka analizuje związek pomiędzy poziomem ochrony inwestorów, który jest mierzony wskaźnikiem *bid-ask spread* (stosowanym w badaniach naukowych jako miara asymetrii), a zmiennymi niezależnymi, wśród których szczególną rolę pełni indeks NCDI. Zmienne objaśniające wybrano na podstawie opublikowanych wyników badań empirycznych innych autorów krajowych i zagranicznych oraz autorskiej koncepcji Doktorantki. W ostatniej części rozdziału Autorka weryfikuje postawione we wstępie

pracy hipotezy i potwierdza w pełni hipotezy H1 i H4 raz częściowo hipotezy H2 i H3. Wyniki przeprowadzonych badań teoretycznych i empirycznych pozwoliły Doktorantce na wskazanie czynników obniżających jakość sprawozdawczości z punktu widzenia ochrony interesu inwestorów (s. 161).

W tym miejscu chciałbym zadać Doktorantce drugie pytanie, na które mam nadzieję uzyskać odpowiedź w trakcie publicznej obrony pracy doktorskiej: Czy zdaniem Doktorantki raportowanie według MSSF (które kładą większy nacisk zarówno na szczegółowość ujawnień, np. w zakresie przyjmowanych założeń i szacunków, jak i na formę prezentacji informacji, np. w zakresie polityki rachunkowości i not objaśniających) może zwiększyć bezpieczeństwo inwestorów?

## **6. Ocena strony formalnej i językowej pracy**

Rozprawę oceniam pozytywnie pod względem redakcyjnym. Praca napisana jest poprawnie, choć zdarzają się, jak każdemu autorowi jakiegokolwiek tekstu, drobne potknięcia (o charakterze nieistotnym z punktu widzenia komunikatywności tekstu), jednak nie wpływa to znacząco na odbiór pracy. Warto dodać, że rozważania są ujęte klarownym i zrozumiałym językiem. Graficzna prezentacja nie budzi zastrzeżeń, wszelkie ilustracje czy wykresy przygotowane są w sposób przejrzysty i czytelny.

## **7. Wnioski końcowe**

Pomimo drobnych uwag krytycznych, przedstawionych w recenzji, ogólnie oceniam bardzo pozytywnie rozprawę doktorską mgr Anny Mazurczak-Mąki pt. *Znaczenie informacji ujawnianych przez spółki notowane w alternatywnym systemie obrotu dla ochrony interesów inwestorów*. Recenzowana praca doktorska stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego w dyscyplinie ekonomia (obecnie: ekonomia i finanse). Autorka podejmuje temat istotny z teoretycznego i praktycznego punktu widzenia, a dzięki przeprowadzonym badaniom wypełnia:

- lukę poznawczą (określenie stopnia szczegółowości ujawnianych jako kluczowej miary wpływającej na poziom ochrony interesów inwestorów),
- lukę teoretyczną (konstrukcja autorskiego wskaźnika NCDI mierzącego szczegółowość ujawnień informacji w raportach rocznych spółek).

Doktorantka przeprowadziła rzetelne i szeroko zakrojone badania empiryczne, co dało podstawy do opracowania ciekawego i przydatnego narzędzia oceny szczegółowości ujawnianych informacji w raportach rocznych spółek w ASO NewConnect. **Rekomenduję zatem dopuszczenie recenzowanej rozprawy do publicznej obrony w dziedzinie nauk ekonomicznych** (obecnie: nauk społecznych) **w dyscyplinie ekonomia** (obecnie: ekonomia i finanse).

Jednocześnie, zważywszy na wysoki poziom merytoryczny i aplikacyjny wymiar rozprawy, a zwłaszcza innowacyjność proponowanego wskaźnika i jego przydatność zarówno w badaniach naukowych jak i praktyce gospodarczej w zakresie rachunkowości, **wniosuję o wyróżnienie rozprawy.**

Mantalen