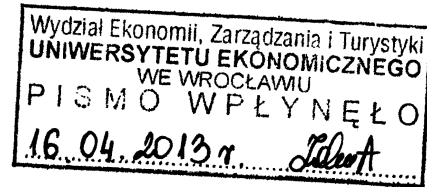


Jelenia Góra, 15 kwiecień 2013r.

dr hab. prof. UE Jacek Adamek
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wydział Ekonomii, Zarządzania i Turystyki
Katedra Finansów i Rachunkowości



RECENZJA

rozprawy doktorskiej mgr Wojciecha Krawca

pt. Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce

napisanej w Katedrze Finansów i Rachunkowości pod kierunkiem naukowym
prof. zw. dr hab. Grażyny Borys

1. Uwagi wstępne

Recenzowana rozprawa obejmuje 338 stron tekstu, podzielonych pomiędzy wstęp, sześć rozdziałów, zakończenie, aneksy, wymagane spisy: literatury, aktów prawnych, stron internetowych oraz tabel i rysunków. W treść pracy:

- powołano 170 pozycji literaturowych (w tym 40 angielskojęzycznych i 8 Autora dysertacji),
- zawarto 40 tabel i 36 rysunków.

2. Dobór problemu badawczego

Geneza funduszy inwestycyjnych tkwi w czasach starożytnych, wiążąc się z historycznymi korzeniami umowy powierniczej (fiducjarnej), a ich aktualny kształt swoje początki zawdzięcza brytyjskim instytucjom zbiorowego inwestowania, rozpoczynającym swą działalność w drugiej połowie XIX wieku. Dzisiaj, fundusze inwestycyjne stanowią ważny element rynku finansowego, zarówno w wymiarze lokalnym, charakteryzującym poziom rozwoju tego rynku w poszczególnych krajach jak i wymiarze globalnym, odnoszonym do roli tych instytucji pośrednictwa finansowego na światowym rynku finansowym. Nie bez znaczenia pozostaje fakt, że jednostki te, dysponując aktywami o wartości często dziesiątek i setek miliardów USD mogą wpływać i/lub kształtować zachowania nie tylko poszczególnych osób i podmiotów lokujących swe oszczędności w ich produktach inwestycyjnych, ale także mogą być instrumentem kreowania i/lub transmisji określonej polityki ekonomicznej i społecznej na poziomie poszczególnych państw, ich grup czy ostatecznie świata.

Co najmniej od kilku dekad obserwujemy rosnącą popularność funduszy inwestycyjnych, które w wysoko rozwiniętych gospodarkach stały się ważnym dla oszczędzających instrumentem lokowania ich nadwyżek finansowych. Fakt ten, w sposób bezpośredni łączyć można z zaletami tego sposobu alokacji kapitału. Z jednej strony, gromadzenie rozproszonego kapitału i profesjonalne zarządzanie nim, za niewygórowane opłaty, daje możliwość realizacji efektów skali, dywersyfikacji portfela inwestycyjnego i realizacji korzyści ekonomicznych bezpośrednim ich beneficjentom, z drugiej zaś wzrost siły kapitałowej funduszy inwestycyjnych zwiększa ich siłę rynkową, kształtującą na przykład kierunki przepływu strumieni pieniężnych między poszczególnymi elementami krajowych gospodarek, co może przyczyniać się do zwiększania ich efektywności. Ich aktywność postrzegać także warto, jako czynnik profesjonalizacji działania rynku finansowego i jego składowych, rozpatrywanej choćby przez pryzmat rozwoju produktowego czy kształtowania i promowania zasad ładu korporacyjnego.

Analizując powyższą problematykę z punktu widzenia polskiego rynku finansowego wraz z jego otoczeniem można sformułować kilka konstatacji:

- po pierwsze, jak słusznie zaznacza Autor recenzowanej dysertacji, w 2012 r. minęło dwadzieścia lat od powołania do życia pierwszego, na krajowym rynku finansowym, funduszu powierniczego,
- po drugie, w ciągu dwóch dekad swojej historii polski rynek funduszy inwestycyjnych (wcześniej powiernicznych) przeszedł wiele przeobrażeń, zarówno o charakterze jakościowym jak i ilościowym,
- po trzecie wreszcie, ewolucja tego rynku stała się funkcją szerokiego spektrum uwarunkowań determinowanych przez zbiór bardzo zróżnicowanych czynników, zależnych i niezależnych od funkcjonujących w naszym kraju podmiotów zbiorowego inwestowania.

Mając na uwadze powyższe, pozytywnie oceniam dobór problemu badawczego recenzowanej rozprawy, którym staje się ocena polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem czynników determinujących jego kształt, zarówno w wymiarze historycznym jak i obecnym (właściwym dla końcowej daty czynionych analiz i porównań tj. roku 2011).

3. Cel i tezy pracy

Autor dysertacji za jej podstawowy cel uznał „ocenę dotychczasowego rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce oraz wskazanie jego podstawowych determinant (stymulant i destymulant)”. Przyjętemu celowi głównemu podporządkowano rozstrzygnięcia szczegółowe, dotyczące: spozycjonowania miejsca rynku funduszy inwestycyjnych w strukturze rynku finansowego oraz scharakteryzowanie jego roli społeczno-ekonomicznej, wyodrębnienia i artykulacji najważniejszych czynników i miar rozwoju funduszy inwestycyjnych, oceny tendencji rozwojowych badanego rynku wraz z ich czynnikami sprawczymi, w wyodrębnionych przez Autora okresach badawczych, oceny stopnia i poziomu rozwoju krajowego rynku funduszy inwestycyjnych z odniesieniem tego stanu do

charakterystyk właściwych europejskiemu i globalnemu rynkowi tej formy pośrednictwa finansowego.

W opinii recenzenta, tak cel główny jak i jego uszczegółowienia przybierające postać założonych rozstrzygnięć częściowych, zasługując na przedmiot rozważań prowadzonych w dysertacji, wykazują ścisły związek z tematem rozprawy i jej obszarem badawczym, tworząc zarazem logiczny, wzajemnie ze sobą powiązany ciąg przyczynowo-skutkowy, pozwalający jej Autorowi na prezentację problematyki dotyczącej rynku funduszy inwestycyjnych i czynników go modelujących. Założony cel główny oraz cele szczegółowe są zadaniami ambitnymi, których poprawna i pełna realizacja wymaga wykorzystania przez Autora zarówno jego wiedzy teoretycznej, dotyczącej teorii funkcjonowania rynków finansowych wraz z jego elementami, jak i praktycznej, odnoszonej do umiejętności analizowania i interpretowania bogatego materiału statystycznego oraz budowania na podstawie tych analiz uogólnień, odnoszonych do szczegółowych problemów będących przedmiotem prowadzonych w pracy rozważań.

Przyjęty cel dysertacji stał się podstawą sformułowania podstawowej jej tezy, wskazującej, iż *„rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w pierwszym 20-leciu istnienia rozwijał się, ale ze zmienną dynamiką zdeterminowaną przede wszystkim czynnikami prawnopodatkowymi w wymiarze krajowym oraz ekonomiczno-finansowymi w wymiarze globalnym”*. Tak sformułowanej tezie głównej podporządkowano tezy szczegółowe, których treść stwierdza, że: rynek funduszy inwestycyjnych zajmuje istotne miejsce w strukturze rynku finansowego ze względu na jego społeczno-ekonomiczne znaczenie, b/zróźnicowanie determinant rozwojowych tego rynku idzie w parze z wieloaspektowością tego procesu i wymaga miar o charakterze ilościowym i jakościowym, c/ nierównomierny rozwój poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych w ich historycznej ewolucji jest funkcją oddziaływania zróżnicowanych czynników kształtujących ten proces, krajowy rynek funduszy podąża za tendencjami rozwojowymi obserwowanymi na odpowiadającym mu rynku europejskim i światowym. Podejmując próbę oceny tego elementy pracy formułuje się kilka poniższych wniosków.

Po pierwsze, zarówno teza główna jak i jej uszczegółowienie odzwierciedlone w tezach szczegółowych jest, w mojej opinii, godna rozprawy doktorskiej, dając podstawę jej autorowi do eksploracji naukowej zagadnień będących przedmiotem teoretycznych i praktycznych rozważań dotyczących rynków finansowych i ich instytucji oraz odnoszonych do uwarunkowań i poziomu rozwoju polskiego rynku podmiotów zbiorowego inwestowania na wszystkich etapach ich historycznej ewolucji.

Po drugie, tezy szczegółowe, tworząc logiczny, powiązany wzajemnie zbiór zagadnień i rozstrzygnięć ich dotyczących, pozwalają, poprzez swą weryfikację, sprawdzić prawdziwość tezy głównej.

Po trzecie, mając świadomość dyskusji prowadzonej na ten temat, recenzent wyraża stanowisko, iż stosowniejszym w pracy doktorskiej jest formułowanie hipotez naukowych, czyli przypuszczeń wynikających z dotychczasowego stanu naszych badań, opartych na nauce i dotyczących naszego stanu wiedzy o przedmiocie prowadzonych rozważań.

Metody badawcze, wykorzystane przez Autora wydają się być adekwatne do celów dysertacji i procesu weryfikacji jej tez. Analiza i krytyka literatury przedmiotu i rozwiązań prawnych, zastosowanie metodyki analizy porównawczej oraz zastosowane metod analizy statystycznej bardzo bogatego materiału liczbowego, dają podstawę do formułowania wniosków i uogólnień znajdujących swe odbicie w recenzowanej pracy.

4. Ocena zakresu treści i strony merytorycznej pracy

Układ i treść pracy podporządkowuje się w pełni jej tematowi i celom, wykazując zarazem logikę prowadzonego wywodu, podporządkowanego procesowi weryfikacji jej tezy głównej. Zakres rozważań prowadzonych w dysertacji obejmuje problematykę:

- rynku funduszy inwestycyjnych w strukturze rynku finansowego,
- genezy i klasyfikacji czynników rozwojowych rynku funduszy inwestycyjnych,
- charakterystyki rynku funduszy powierniczych,
- analizy i oceny rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1998-2003,
- analizy i oceny rynku funduszy inwestycyjnych w latach 2004-2011,
- przyszłości polskiego rynku funduszy inwestycyjnych.

Każdy z rozdziałów poświęconych powyższej tematyce został podzielony na elementy składowe (punkty i podpunkty), dając ich Autorowi możliwość ukazania poruszanej w nich problematyki nie tylko od strony teoretycznej, ale także, a może przede wszystkim, pozwalając na wyrażenie autorskich opinii i wniosków bazujących na bardzo dobrej merytorycznej znajomości praktycznych problemów funkcjonowania instytucji zbiorowego inwestowania i ich rynków.

Za niewątpliwe atrybuty merytorycznej strony recenzowanej dysertacji uznają:

- umiejętność i zdolność jej Autora formułowania własnych, autorskich definicji odnoszonych do poruszanych w pracy zagadnień i kategorii, bazującą na analizie czynników/elementów je kształtujących i syntetyzacji uogólnień je opisujących (zob. np. s. 26, 35 i nst.),
- szczegółowość prowadzonych analiz, opartą o bardzo ciekawy, autorsko skompilowany (nieдоступny w takich układach w przestrzeni publicznej) i przetworzony materiał liczbowy, opisujący ewolucje krajowego rynku funduszy inwestycyjnych,
- ciekawą, poprawnie przeprowadzoną i opatrzoną wnioskami analizę czynników kształtujących polski rynek podmiotów zbiorowego inwestowania. Za szczególnie ważne w tym obszarze uznają

fragmenty odnoszone do determinant społeczno-psychologicznych kształtujących postawy aktualnych i potencjalnych inwestorów. W miejscu tym można postawić pytanie, czy wg opinii Autora waga tych czynników rozwojowych będzie rosła, czy też stanowią one tylko nieistotne tło dla pozostałych, ważniejszych stymulant i destymulant o charakterze ekonomicznym czy też prawnym?

- autorskie wnioski odnoszące się do możliwości i wyzwań rozwojowych krajowych funduszy inwestycyjnych.

Analiza treści rozprawy daje podstawę do sformułowania kilku wątpliwości i uwag odnoszonych do jej strony merytorycznej:

- na s. 13 pojawia się pewna nieścisłość w definiowaniu istoty instrumentu finansowego odnoszona do stron dłużnika i wierzyciela,
- s.83 wydaje się, że przytoczenie liczbowych przykładów zróżnicowania krajowych rynków funduszy inwestycyjnych w wybranych państwach wzbogaciło by konstatacje znajdujące się w początkowej części punktu 2.3. (pierwszy jego akapit)
- s. 149 chodzi chyba o kryterium konstrukcji prawnej a nie formy prawnej,
- s. 175 jakie jest źródło pewności Autora wyrażanej w ostatnim zdaniu punktu 4.2.? Taki wniosek warto poprzeć materiałem faktograficznym.
- czy na s. 265 początek drugiego akapitu, rzeczywiście chodzi o lata 2004-2011?
- tabela 5.10 powołana jest jako obraz ewolucji jakościowej krajowych instytucji zbiorowego inwestowania choć ukazuje ich stan na 31.12.2011r. (porównaj z tytułem i treścią tabeli 5.11, która rzeczywiście pokazuje też zmiany na przestrzeni analizowanego okresu).

Oczywiście podniesione uwagi i wątpliwości nie mogą w żaden sposób obniżyć wysokiej oceny strony merytorycznej recenzowanego opracowania.

5. Ocena strony technicznej i językowej rozprawy

Recenzowana rozprawa, jak już wcześniej wspomniano, jest dziełem bardzo obszernym, obejmującym 338 stron, opatrzonych 506. przypisami, zawiera także dużą ilość bardzo szczegółowych i rozbudowanych tabel oraz rysunków. Jej język, jest językiem zrozumiałym, wykorzystującym rozbudowane formy gramatyczne, opartym na bogatym słownictwie wspierającym percepcję jej treści. Podążając za słowami prof. Tatarkiewicza, który stwierdził, iż *aby coś przeszło z umysłu piszącego do umysłu czytającego musi być wykonana pewna praca, lepiej jest, gdy wykona ją piszący*, można z całą odpowiedzialnością powiedzieć, że Autor dysertacji tę pracę wykonał dobrze.

Oczywiście w tak obszernym i bogatym w treść opracowaniu mogą znaleźć się pewne błędy o charakterze technicznym czy językowym. Wypełniając rolę recenzenta zwracam uwagę na kilka z nich

(więcej do wglądu w ocenianym egzemplarzu), jednocześnie wskazując, iż są to elementy wtórne w stosunku do pozytywnej, całościowej noty tej strony ocenianej dysertacji. I tak np.

- Autor często wykorzystuje pojęcie „okres czasu”, co w mojej opinii jest „nieszczyśliwą zbitką” tych dwóch słów (np. s. 19, 113, 123, 198, 269),
- s. 22 legalna? czy może lepiej prawna definicja instytucji finansowej,
- s. 136 słowa „... dało się we znaki...” nie pasują do opracowania o charakterze naukowym,
- s. 219 błąd numeracji punktów pracy jest 4.2.1. powinno być 5.2.1.

6. Ocena końcowa

Po zapoznaniu się ze wszystkimi elementami recenzowanej rozprawy doktorskiej, stwierdzam, że treść tego opracowania w pełni pokrywa się z jej tytułem i zakresem. Przedstawione w dysertacji wyniki przeprowadzonych badań empirycznych na tle ukazanych rozważań teoretycznych, umiejętność budowy grupowych zestawień porównawczych, a zwłaszcza syntetyzowania wniosków, wskazują na posiadanie przez jej Autora predyspozycji do pracy naukowo-badawczej. Doktorant wykazał się bardzo dobrą znajomością poruszanej problematyki zarówno w zakresie objętym tematem rozprawy, jak i ogólną wiedzą w obszarze nauk ekonomicznych.

Do oryginalnych osiągnięć naukowych recenzowanej pracy, moim zdaniem można zaliczyć przede wszystkim autorską prezentację ewolucji polskiego rynku funduszy inwestycyjnych wraz artykulacją i wieloaspektową analizą czynników kształtujących ów rynek i dokonujące się na nim zmiany w okresie ponad dwudziestu jego działania.

Dokonując syntetycznej oceny całości kształtu rozprawy doktorskiej mgr Wojciecha Krawca pt. *Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce* stwierdzam, że odznacza się ona poziomem adekwatnym do tego rodzaju prac.

7. Wniosek końcowy

Wysoko oceniając przedmiot, zakres i metodykę przeprowadzonych badań, wartości poznawcze i formę pracy doktorskiej mgr Wojciecha Krawca pt. *Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce*, stwierdzam, iż rozprawa doktorska spełnia wymogi określone w art. 13 ust. 1 Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki i może być dopuszczona do kolejnych etapów postępowania o nadanie stopnia doktora nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia.

Jelenia Góra, 15 kwiecień 2013 r.

