

Monika Czerwonka
Szymon Gruszewski
Teresa Janicka-Michalak
Elżbieta Malinowska-Misiąg (red.)
Paweł Smaga

Przełamywanie dysonansów poznawczych jako czynnik stymulowania rozwoju nauk o finansach – wnioski z konferencji

W dniach 9–11 maja 2016 r. odbyła się w Mikołajkach XII konferencja z cyklu „Przedsiębiorczość”, zatytułowana *Przełamywanie dysonansów poznawczych jako czynnik stymulowania rozwoju nauk o finansach*. Konferencja została zorganizowana wspólnie przez Instytut Finansów oraz Instytut Rachunkowości, pod honorowym patronatem Dziekana Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, dr. hab. prof. SGH Ryszarda Bartkowiaka. Partnerami konferencji były: Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny, Związek Banków Polskich oraz Centrum Prawa Bankowego i Informatyki – organizator programu edukacyjnego Nowoczesne Zarządzanie Biznesem.

Konferencja składała się z czterech paneli. Jako pierwszy odbył się panel zatytułowany *Nieporozumienia i kontrowersje dotyczące typologii w zakresie form i źródeł pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa*, prowadzony przez dr. hab. Katarzynę Kreczmańska-Gigol. Po krótkim wprowadzeniu dr. hab. Kreczmańska-Gigol przedstawiła prezentację pt. *Kapitał, jego struktura w przedsiębiorstwie oraz źródła finansowania majątku – przełamywanie dysonansów poznawczych*¹.

¹ Prezentacja została opracowana na podstawie artykułu pod takim samym tytułem autorstwa mgr. Szymona Gruszewskiego, dr. hab. Katarzyny Kreczmańskiej-Gigol, prof. dr. hab. Janusza Ostaszewskiego oraz dr. Piotra Russela.

Zamierzeniem Prowadzącej było uruchomienie dyskusji na temat kontrowersji związanych z pojęciem kapitału w kontekście źródeł finansowania. Biorąc pod uwagę późniejszą ożywioną dyskusję panelową, cel został zrealizowany.

Dr hab. Kreczmańska-Gigol przedstawiła trzy podstawowe podejścia do kapitału: zasobowe, funduszowe (abstrakcyjne), oraz zasobowe rozszerzone (powiązane z kapitałem społecznym). Aby podkreślić obecny nieporządek definicyjny, przytoczono słowa J.M. Moczydłowskiej, która zauważyła, że *mamy do czynienia z kapitałowym syndromem Wieży Babel, czyli pomieszaniem języków w kwestiach kapitału*, co wielokrotnie znalazło potwierdzenie podczas prezentacji.

Chaos definicyjny dotyczy także źródeł finansowania zasobów majątkowych w przedsiębiorstwie. Przedstawione zostały dwa podejścia: funduszowe oraz dualne, wskazano także niejednoznaczne podejścia do klasyfikacji źródeł finansowania w podejściu dualnym.

Kolejną kwestią poruszoną podczas prezentacji była klasyfikacja surogatów kapitału. Bez udzielenia jednoznacznej odpowiedzi zostało pozostawione pytanie: Czy faktoring wierzycielski, forfaiting i leasing operacyjny powinny być traktowane jako źródła finansowania?

Drugą referentką była doktorantka Szkoły Głównej Handlowej Dorota Strubel. Tematem jej prezentacji była istota należności w przedsiębiorstwie. Podczas swojego wystąpienia Dorota Strubel przedstawiła definicję i klasyfikację należności oraz zanalizowała wpływ nieuregulowanych należności na funkcjonowanie przedsiębiorstwa na podstawie przeprowadzonych przez siebie badań.

Ostatnią prezentację zatytułowaną *Koncepcja kapitału własnego w przepisach o rachunkowości stosowanych przez polskie jednostki oraz w nauce o finansach* przedstawiła dr Agnieszka Tłaczała. Już na wstępie odniosła się ona do wystąpienia dr. hab. Katarzyny Kreczmanskiej-Gigol, mówiąc, że pewne aspekty związane z kapitałem dyskutowane przez finansistów są całkowicie jednoznaczne i bezdyskusyjne z punktu widzenia rachunkowości.

Dr Tłaczała zaprezentowała zmiany zachodzące w klasyfikacji kapitału, poczynając od czasu, gdy powstały w Polsce pierwsze regulacje dla dziedziny rachunkowości, kończąc na czasach obecnych, w szczególności na ostatnich latach, kiedy regulacje te były wielokrotnie modyfikowane. Podkreśliła ona, że wprowadzane zmiany ewoluowały w taki sposób, iż pojawił się problem braku porównywalności danych, a odczytanie sprawozdań finansowych przedsiębiorstw przez analityków finansowych stało się dla nich dużym wyzwaniem. Dr Tłaczała wskazała także liczne problemy z klasyfikacją poszczególnych pozycji do kapitału własnego oraz dylematy związane z wartością godziwą przy określaniu wartości kapitału.

Po prezentacjach odbyła się dyskusja, a jedna z pierwszych poruszonych kwestii dotyczyła określenia optymalnej struktury kapitału. Dr hab. Katarzyna Kreczmańska-Gigol odniosła się tutaj do ankiety przeprowadzonej wśród uczestników jednej z wcześniejszych konferencji z cyklu „Przedsiębiorczość”, podczas której zadano pytanie, czy istnieje optymalna struktura kapitału. Zdecydowana większość ankietowanych odpowiedziała twierdząco, niemniej jeśli nawet optymalna (uniwersalna) struktura kapitału istnieje, to nie wiadomo, jak ona wygląda, tym bardziej, że przedsiębiorstwa realizują różne cele. Pozostaje więc pytanie: Z czyjego punktu widzenia struktura ta ma być optymalna? Samego przedsiębiorstwa, zarządu czy właścicieli?

W trakcie dyskusji panelowej nie cichły również echa ubiegłorocznego wystąpienia prof. dr. hab. Anny Karmańskiej na temat wartości godziwej. Prof. dr. hab. Irena Olchowicz użyła tu nawet barwnego określenia, że wprowadzenie pojęcia wartości godziwej do rachunkowości można porównać do wpuszczenia lisa do kurnika, gdyż powoduje ona duży chaos w sposobie przygotowywania sprawozdań finansowych, które stają się coraz mniej czytelne i wiarygodne.

Podczas dyskusji wielokrotnie podkreślano, że coraz większa złożoność zasad rachunkowości oraz wprowadzone w ostatnich latach zmiany regulacyjne powodują, że nie jest jasne, jak mierzyć kapitały własne, szczególnie w odniesieniu do małych i średnich przedsiębiorstw. Niejasności, a czasami nieaktualny stan wiedzy w zakresie przygotowywania sprawozdań finansowych, skutkują brakiem porównywalności danych oraz trudnościami z ich interpretacją przez analityków finansowych, a co za tym idzie – z oceną sytuacji przedsiębiorstwa. Zdaniem dr. hab. Katarzyny Kreczmańskiej-Gigol jednym z wyzwań dla środowiska naukowego jest wyjaśnienie i uporządkowanie powyższych wątpliwości oraz przedstawienie ich praktykom w publikacjach biznesowych.

Drugi dzień konferencji rozpoczął panel zatytułowany *Kontrowersje wokół zakresu i standardów sprawozdawczości przedsiębiorstw. Nowe wyzwania o charakterze interdyscyplinarnym dla przedstawicieli nauki i praktyki gospodarczej*, prowadzony przez prof. dr. hab. Janusza Ostaszewskiego oraz prof. dr. hab. Annę Karmańską. Na wstępie prof. Ostaszewski nawiązał do tytułu konferencji, mówiąc, jak ważne jest, by rozmawiać o ładzie porządkowym. Zaznaczył, że zarówno finanse, jak i rachunkowość mogą wskazać wspólne pola eksploracji naukowej, a mówiąc o kapitale intelektualnym stwierdził, że jest on wartością ponadczasową, którą łatwo stracić, ale trudniej odbudować. Na zakończenie wystąpienia prof. Ostaszewski wspominał o tzw. wartości godziwej jako doskonałości, do której dążymy, ale której nie znamy.

Po wprowadzeniu prof. Ostaszewskiego głos zabrała prof. Karmańska. Podczas swojej prezentacji pt. *Odpowiedzialność za słowa: informacje niefinansowe*

w sprawozdawczości finansowej. Nowe wyzwania dla nauk ekonomicznych zwróciła ona uwagę, że obecnie mamy wyjątkowy okres zarówno dla praktyków, jak i dla teoretyków, jest to czas permanentnych zmian. Zmiany wprowadzane w systemie rachunkowości i tworzonej w jej ramach sprawozdawczości wynikają z dyrektyw unijnych. *Signum temporis*: raportowanie narracyjne, czyli sprawozdanie z działalności oraz oświadczenie na temat informacji niefinansowych. Prof. Karmańska zwróciła uwagę na aspekt odpowiedzialności za słowa w raportowaniu narracyjnym oraz zaprezentowała wiele pytań kierowanych do różnych dyscyplin naukowych².

Wśród pytań skierowanych do nauki o finansach znalazły się pytania o przydatność informacji niefinansowych dla inwestorów i innych interesariuszy, zawartość tych informacji i wpływ ujawniania informacji niefinansowych na ocenę wartości i rating spółek.

Do nauki o rachunkowości prof. Karmańska skierowała z kolei pytania o zmiany, jakie powinny nastąpić w rachunkowości, o potrzebę wprowadzenia nowych narzędzi pomiaru, wyceny, opisu oraz raportowania, a także o to czy raportowanie informacji niefinansowych zrodzi problemy związane z gromadzeniem, ewentualnie wyceną i prezentacją danych w sprawozdawczości finansowej.

Pytania skierowane do nauki o zarządzaniu dotyczyły zagrożeń związanych z tym, że podmioty nie będą chciały ujawniać informacji niefinansowych, uznając je za dane wrażliwe. Prof. Karmańska pytała także, czy narracyjne wymagania sprawozdawcze nie wymuszają konieczności tworzenia nowych systemów dokumentacyjnych i ustalania zobiektywizowanych (o ile to możliwe) miar, i w końcu – czego trzeba, by sprawozdanie od prezentowania mało istotnych informacji przeszło do prawdziwej użyteczności.

Podsumowując swoje wystąpienie prof. Karmańska stwierdziła, że wprowadzenie obowiązku raportowania informacji niefinansowych wzbudza aktualnie wiele emocji, jak też rodzi wiele wątpliwości. Ich wyrazem stała się późniejsza dyskusja, podczas której doc. dr Andrzej Łączak podkreślił, iż katalog informacji niefinansowych jest ciągle otwarty i nie jest możliwe, by został on zamknięty. Dr hab. Piotr Wachowiak, prof. SGH, zadał kluczowe trzy pytania:

- 1) Jak mają wyglądać informacje niefinansowe, aby były użyteczne dla akcjonariuszy i interesariuszy?
- 2) Kto ma je opracowywać?
- 3) Kto ma je weryfikować?

² Pytania za: A. Kamelą-Sowińską, *Sprawozdanie finansowe to także dane niefinansowe*, „Rachunkowość” 2016, nr 2, s. 15–20.

Dr hab. Rafał Tuzimek zwrócił uwagę na kwestie związane z jakością raportowanych informacji dodatkowych. Inny z dyskutantów zaznaczył, że zarówno akcjonariusze, jak i interesariusze oczekują obecnie szerszych informacji niefinansowych, nie tylko historycznych, lecz także prospektywnych.

Dyskusja dotyczyła także problemu wartości godziwej. Prof. Michał Wrzesiński zwrócił uwagę na problem subiektywizmu sprawozdań finansowych, stwierdzając, że obecnie bardzo dużą uwagę skupia się na rachunku przepływów pieniężnych jako dokumencie najbardziej obiektywnym. Prof. dr hab. Irena Olchowicz podkreśliła, że ważne jest, aby oprócz informacji finansowych tworzone były osobno informacje niefinansowe, kwestią dyskusyjną jest natomiast, czy powinno to leżeć w gestii rachunkowości.

Kolejnym ważnym elementem panelu było wystąpienie prof. dr hab. Zbigniewa Lutego z Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, poświęcone zagadnieniom związanym z leasingiem. Profesor Luty podkreślił, że umowy cywilnoprawne, których przedmiotem jest możliwość użytkowania rzeczy, nie są dokładnie sprecyzowane. Wskazał na brak istotnych różnic w treści ekonomicznej między umowami leasingu a umowami o charakterze leasingu: użytkowania, dzierżawy oraz użyczenia. Prof. Luty zadał pytanie: Czy zamiast o leasingu można mówić o prawie do używania rzeczy? Jakie to niesie konsekwencje (podatkowe, sprawozdawcze)?

W ostatniej części panelu wystąpiła dr Marzanna Lament z Uniwersytetu Technologiczno-Humanistycznego w Radomiu, przedstawiając główne tezy swojego referatu pt. *Przyczyny standaryzacji raportów niefinansowych*. Omówiła ona m.in.: podstawowe korzyści z raportowania CSR (*Corporate Social Responsibility*), różne modele sprawozdawczości CSR, a także wady i zalety obowiązkowego oraz dobrowolnego modelu raportowania CSR. Dr Lament w swojej wypowiedzi podkreśliła, że informacje niefinansowe stanowią istotny element procesu decyzyjnego w przedsiębiorstwie, a brak obowiązku ich raportowania przyczynia się do powstania asymetrii informacji.

Trzeci panel, zatytułowany *Zmiany w sieci bezpieczeństwa finansowego – większa stabilność czy też źródło nowych problemów?*, prowadzony był przez prof. dr hab. Małgorzatę Iwanicz-Drozdowską oraz dr. Elżbietę Malinowską.

Jako pierwszy głos zabrał Krzysztof Pietraszkiewicz, Prezes Związku Banków Polskich, z wystąpieniem pt. *Bankowość polska wobec wyzwań regulacyjnych i oczekiwań klientów*. Poruszył on problem potrzeby przełamania dysonansu w ocenie roli banków w polskiej gospodarce. Z jednej strony są one oceniane negatywnie przez pryzmat „czarnego PR”, obecnego w prasie i wykorzystywanego przez polityków, z drugiej jednak strony wyniki sondaży wśród klientów na temat ich doświadczeń

w kontaktach z bankami, a także analizy ZBP wskazują, że ocena banków jest pozytywna i nie pogarsza się. Prezes Pietraszkiewicz starał się obalić mity dotyczące m.in. wysokich kosztów usług bankowych, „przerośniętego” systemu bankowego, wysokiego udziału kapitału zagranicznego w sektorze. Wskazywał, że rola banków w finansowaniu polskiej gospodarki jest ograniczana przez rosnące obciążenia regulacyjne, w tym opłaty na Bankowy Fundusz Gwarancyjny i podatek bankowy. Prezes Pietraszkiewicz pokreślił także, że podatek bankowy ma wiele skutków ubocznych i zaburza stabilność dotychczasowych modeli biznesowych banków, informacyjną wartość wskaźników na rynku międzybankowym oraz powoduje arbitraż regulacyjny. Ponadto niepewność systemu prawnego w Polsce podważa stabilność funkcjonowania banków.

Następnie swoją prezentację zatytułowaną *Zadania Ubezpieczeniowego Funduszu Gwarancyjnego w świetle zmian w ustawie o ubezpieczeniach obowiązkowych* przedstawiła Marta Szczytowska, przedstawicielka UFG. Referentka przedstawiła, jakie funkcje pełni UFG i jak zmieniał się ich zakres na przestrzeni ostatnich lat. Część wystąpienia poświęcono także Turystycznemu Funduszowi Gwarancyjnemu, którego powołanie zakłada projekt ustawy złożony w Sejmie w lutym 2016 r.

Kolejne wystąpienie pt. *Rynek kredytowy w Polsce. Stan w 2015 r. i perspektywy na 2016 r.* przedstawił dr hab. prof. SGH Waldemar Rogowski, Główny Analityk Kredytowy Biura Informacji Kredytowej SA. Prof. Rogowski przedstawił najważniejsze informacje na temat bazy BIK. Następnie omówił tendencje na rynku kredytów konsumpcyjnych oraz ich cechy charakterystyczne. W dalszej kolejności prof. Rogowski zaprezentował dane o rynku kredytów hipotecznych, obejmujące m.in. ich zróżnicowanie geograficzne. Zauważył, że stabilizacja dynamiki kredytów mieszkaniowych na niskim poziomie, przy rosnącej liczbie sprzedaży mieszkań, pozwala na stwierdzenie, że coraz więcej mieszkań jest kupowanych za gotówkę. Zakończenie wystąpienia poświęcone zostało prognozom dotyczącym rynku kredytów konsumpcyjnych i hipotecznych.

Następnie odbyła się dyskusja bazująca na pytaniach związanych z zaprezentowanymi wystąpieniami. Na wstępie prof. Ostaszewski zaznaczył, że potrzebne jest, by banki pełniły istotną rolę w gospodarce. Uwypuklił w szczególności ich udział w finansowaniu działań restrukturyzacyjnych w ramach planu Morawieckiego – powinny one pełnić funkcje monitorujące i stanowić gwarancje dla prowadzonej restrukturyzacji. Jednocześnie Profesor podkreślił, że wpływ banków jest ograniczany poprzez rosnące obciążenia sektora bankowego i brak zaufania politycznego. Prof. Ostaszewski zwrócił także uwagę na problem kredytów frankowych. Wyniki sondaży wskazują, że społeczna akceptacja pomocy udzielanej wyłącznie

dla „frankowiczów” jest ograniczona; mogłaby ona naruszać postulaty sprawiedliwości społecznej.

W dyskusji poruszony był także wątek skutków ubocznych podatku bankowego, efektów zmniejszenia opłaty *interchange* oraz rynku transakcji sekurytyzacyjnych w Polsce. Prezes Pietraszkiewicz stwierdził m.in., że niewykorzystany potencjał do sekurytyzacji kredytów bankowych w Polsce jest w dużej mierze skutkiem braku odpowiednich regulacji prawnych; sekurytyzacja aktywów jest także źle postrzegana politycznie. Prof. Rogowski przedstawił unikalne dane dotyczące kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyty we frankach szwajcarskich, wskazując na ich dużą koncentrację zarówno pod względem wiekowym, jak miejsca zamieszkania.

Następnie swoje krótkie wystąpienia przedstawili kolejni prelegenci.

Prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska zaprezentowała główne tezy swojego referatu pt. *Sieć bezpieczeństwa finansowego. Gdzie szukać liderów?* Zdaniem prof. Iwanicz-Drozdowskiej struktura i jakość sieci bezpieczeństwa finansowego w sektorze bankowym w krajach Europy Środkowej i Wschodniej nie odbiega od architektury instytucjonalnej w krajach Europy Zachodniej, co przełamuje stereotyp „zapóźnienia” instytucjonalnego krajów naszego rejonu.

Jednak nie wszystkie nowe zmiany regulacyjne w sektorze bankowym wprowadzane po wybuch kryzysu finansowego można ocenić jednoznacznie korzystnie. Odniósł się do tego dr Paweł Smaga w wystąpieniu pt. *Europejski System Gwarantowania Depozytów jako trzeci filar unii bankowej*³. Zdaniem prelegenta proponowany kształt paneuropejskiego systemu gwarantowania depozytów, mimo że mutualizuje środki krajowych funduszy, to może być niewystarczający, biorąc pod uwagę duże rozmiary banków o znaczeniu systemowym.

Kolejną prezentację pt. *Obligacje contingent convertibles (CoCos) jako nowy instrument absorpcji strat banków* przedstawił dr Marcin Liberadzki. Prelegent zanalizował główne cechy CoCos oraz czynniki rosnącego popytu na te instrumenty, wskazał także ich wady i zalety. Na zakończenie dr Marcin Liberadzki przedstawił przyczyny, dla których polskie banki nie mogą emitować tych obligacji.

Do tego tematu nawiązywało także wystąpienie dr. Kamila Liberadzkiego pt. *Dyrektywa BRRD – narzędzie poprawy stabilności i bezpieczeństwa systemu bankowego*. Dr Kamil Liberadzki przedstawił obecną sytuację prawną związaną z Dyrektywą. W Polsce trwają w Sejmie prace nad ustawą o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji, która implementuje postanowienia Dyrektywy BRRD. Prelegent zwrócił uwagę, że projekt przedstawiony przez Ministerstwo Finansów nie uwzględnia w wystarczającym

³ Współautorem referatu był mgr Jakub Kerlin.

stopniu wprowadzenia do prawa krajowego możliwości emisji instrumentów AT1, czyli CoCos, i bez wątplenia muszą się pojawić akty prawne implementujące Dyrektywę w tym właśnie zakresie.

W panelu podjęta została także tematyka związana z finansami publicznymi. W wystąpieniu zatytułowanym *Szara strefa a bezpieczeństwo finansów publicznych. Nowy paradygmat czy stylizowane fakty?* dr hab. prof. UWM Andrzej Buszko przedstawił różne definicje szarej strefy i problemy związane z jej pomiarem. Zwrócił także uwagę na fakt, że mało jest publikacji na temat wpływu szarej strefy na stabilność finansów publicznych.

Dr hab. prof. WSB Wiesława Ziółkowska wygłosiła referat pt. *Podatki w kontekście zrównoważonego rozwoju*. Prelegentka przedstawiła wyniki swoich badań, których celem było zweryfikowanie hipotezy zakładającej, że zmiany w podatkach nie tworzą wystarczająco korzystnych warunków do osiągnięcia wyższego poziomu rozwoju przy zachowaniu równowagi na płaszczyźnie gospodarczej i społecznej. Wśród wniosków znalazło się m.in. stwierdzenie, że wiarygodność krzywej Laffera budzi zasadne wątpliwości.

Ostatni panel zatytułowany *Efektywność czy nieefektywność informacyjna rynków finansowych?* prowadzony był przez prof. dr. hab. Janusza Ostaszewskiego oraz dr. hab. Michała Wrzesińskiego, prof. SGH. Wprowadzenie prof. Ostaszewskiego nawiązywało do zagadnienia efektywności rynków finansowych i braku jednoznacznej odpowiedzi na pytanie odnoszące się do tej kwestii. Potwierdziła to Szwedzka Akademia Nauk, przyznając w 2013 r. nagrodę Nobla równocześnie dwóm naukowcom, o sprzecznych, czy też skrajnie różnych, poglądach dotyczących kwestii efektywności rynków: Eugene Fama, ojcowi finansów klasycznych oraz Robertowi Shillerowi, przedstawicielowi nurtu behawioralnego. Prof. Ostaszewski podkreślił, że ważna jest kwestia interdyscyplinarności w nauce oraz podejście synkretyczne, pozwalające łączyć skrajne podejścia do tego samego problemu.

Następnie prof. SGH Michał Wrzesiński wygłosił referat pt. *Efektywność IPO – analiza porównawcza spółek portfelowych VC i pozostałych debutantów*⁴. Przedstawił on wyniki badań dotyczących efektywności pierwszych emisji akcji na giełdzie, ze szczególnym uwzględnieniem pierwszej oferty publicznej (*Initial Public Offering*, IPO) spółek portfelowych funduszy podwyższonego ryzyka. Badania zrealizowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie potwierdzają występowanie efektu niedowartościowania IPO, który jest niższy dla spółek portfelowych funduszy podwyższonego ryzyka niż dla pozostałych spółek. Analiza danych finansowych spółek

⁴ Współautorem referatu była dr Anna Rzewuska.

przed i po IPO wskazuje, że główną przyczyną niedowartościowania jest pogorszenie wyników operacyjnych spółek po wprowadzeniu ich na giełdę.

Drugi referat zatytułowany *Pozaeconomiczne czynniki efektywności rynków finansowych* przedstawił doc. dr Andrzej Łączak. W swoim wystąpieniu zajął krytyczne stanowisko wobec roli agencji ratingowych w kreowaniu rzetelnej informacji publicznej. Podkreślił także, że systematycznie wzrasta rola informacji niefinansowych w ocenie wartości rynków kapitałowych. Czynniki pozaeconomiczne stają się decydujące w kształtowaniu sytuacji na rynkach finansowych, coraz mniejszy wpływ na rynki finansowe mają natomiast wskaźniki makroekonomiczne.

Kolejnym prelegentem był dr Czesław Martysz, który przedstawił prezentację pt. *Problem informacji cenotwórczych w kontekście nowych unijnych obowiązków informacyjnych spółek publicznych*⁵. Obowiązki te wynikają z Market Abuse Regulation (MAR), której wejście w życie ustalono na dzień 3 lipca 2016 r. Zgodnie z MAR cała odpowiedzialność za identyfikację, analizę i raportowanie informacji cenotwórczych zostanie przeniesiona na zarządy spółek publicznych. Dr Martysz wskazał ryzyko związane z raportowaniem informacji poufnych, przedstawił obowiązki informacyjne spółek publicznych, a następnie zajął się problemem cenotwórczości. Podsumowując, dr Martysz stwierdził, że wobec zagrożenia zwiększeniem ryzyka zarządy spółek publicznych powinny stworzyć własne wytyczne oraz katalog potencjalnych informacji poufnych.

Ostatni referat, zatytułowany *Efektywność informacyjna modelowanych stóp zwrotu w świetle modyfikacji modelu Famy-Frencha na przykładzie spółek notowanych na GPW* został przedstawiony przez dr. inż. Stanisława Urbańskiego. Prelegent przedstawił badania dotyczące modyfikacji modelu Famy-Frencha i wyniki empirycznych obliczeń na podstawie polskich danych.

Dyskusję rozpoczął dr hab. prof. SGH Jan Komorowski, który zwrócił uwagę na zachowania nieracjonalne inwestorów oraz kwestię pojawiających się pierwiastków ludzkich i subiektywnych, jakie powinny być brane pod uwagę przy konstrukcji modeli związanych z efektywnością rynków finansowych. Nauka, zdaniem prof. Komorowskiego, jest w swoim opisie nieprecyzyjna. Człowiek jest elementem zawodnym, mającym wpływ na nieefektywność rynków.

Dr Paweł Smaga zadał pytanie o możliwość uwzględnienia czynników pozaeconomicznych, np. behawioralnych, w modelach rynku kapitałowego. W odpowiedzi doc. dr Łączak stwierdził, że kryzysy finansowe są dowodem na to, że nie mamy jednego spójnego modelu, który mógłby wziąć pod uwagę wszystkie czynniki

⁵ Współautorem referatu był dr Marcin Rzeszutek.

pozaekonomiczne. Prof. Komorowski *ad vocem* stwierdził, że ważna jest również kwestia odpowiedzialności i wymiar etyczny związany z inwestowaniem.

Dr Urbański powiedział, że najlepszym rozwiązaniem byłoby stworzenie modelu rynku kapitałowego, który połączyłby idee Shillera oraz Famy. Nie jest to jednak możliwe na przykładzie modeli typu CAPM czy APT.

Dr hab. Rafał Tuzimek włączył się do dyskusji i stwierdził, że modele behawioralne oraz modele klasyczne rynku kapitałowego są jak ogień i woda. Nie da się ich mierzyć jedną miarą, ponieważ modele behawioralne są modelami deskryptywnymi, opisującymi rzeczywistość, i nie sprawdzają się jako modele prognostyczne. Oba podejścia: klasyczne oraz behawioralne są potrzebne i powinny funkcjonować równolegle.

Na zakończenie dyskusji prof. Michał Wrześniński odwołał się do wszystkich wypowiedzi prelegentów. W szczególności nawiązał do wypowiedzi dr. Czesława Martysza, stwierdzając, że dobrym rozwiązaniem byłoby wprowadzenie Kodeksu Dobrych Praktyk, tak by przedsiębiorstwa wiedziały, które informacje mogą zaklasyfikować jak cenotwórcze, a które nie.

W ostatnim dniu konferencji odbyło się krótkie podsumowanie najważniejszych problemów diskutowanych podczas konferencji. Przedstawiła je – w imieniu całej Komisji Wnioskowej⁶ – dr Elżbieta Malinowska-Misiąg.

Dorobkiem konferencji jest obszerna publikacja pod red. A. Karmańskiej i J. Ostaszewskiego, *Przełamywanie dysonansów poznawczych jako czynnik stymulowania rozwoju nauk o finansach*, wydana przez Oficynę Wydawniczą Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Znalazło się tam 27 zrecenzowanych artykułów naukowych, zamieszczonych w układzie tematycznym, odpowiadającym tytułom paneli. Artykuły te, a także pytania i tezy stawiane podczas obrad i dyskusji, dają pole do dalszych eksploracji naukowych, zarówno w dziedzinie finansów, jak i rachunkowości.

⁶ W skład Komisji Wnioskowej wchodził autorzy niniejszego artykułu: dr Monika Czerwonka, mgr Szymon Gruszewski, mgr Teresa Janicka-Michalak, dr Elżbieta Malinowska-Misiąg (Przewodnicząca) oraz dr Paweł Smaga.