

DF-KFP.071.7.2024

Wrocław, 29.08.2024 r.

dr. hab. Tomasz Słoński, prof. UEW
Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Finansów Publicznych
Wydział Ekonomii i Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław

Recenzja dorobku habilitacyjnego Pani dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej

Uwagi wstępne

W piśmie z dnia 20 maja 2024 r. Przewodniczący Komisji Uł ds. stopni naukowych Pan Prof. Dr Hab. Rafał Matera poinformował mnie o tym, że Komisja Uniwersytetu Łódzkiego ds. stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse na posiedzeniu w dniu 20 maja 2024 r., w drodze postanowienia, powołała mnie na recenzenta dorobku habilitacyjnego dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej. Zostałem poproszony, aby zgodnie z warunkami określonymi w art. 219 ust. 1 pkt 1-3, Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (dalej Ustawa) dokonać obiektywnej, rzetelnej oceny dorobku naukowego dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej, zawierającej jednoznaczną konkluzję (pozytywną lub negatywną) wraz z odpowiednim uzasadnieniem recenzji.

Zgodnie zapisami art. 219 ust. 1 pkt 2 i 3 Ustawy prawo o szkolnictwie wyższym. zakres dorobku habilitacyjnego, który podlega ocenie (oprócz konieczności posiadania stopnia doktora) w postępowaniu habilitacyjnym jest następujący:

„2) posiada w dorobku osiągnięcia naukowe albo artystyczne, stanowiące znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny, w tym co najmniej:

a) 1 monografię naukową wydaną przez wydawnictwo, które w roku opublikowania monografii w ostatecznej formie było ujęte w wykazie sporządzonym zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 267 ust. 2 pkt 2 lit. a, lub

b) 1 cykl powiązanych tematycznie artykułów naukowych opublikowanych w czasopismach naukowych lub w recenzowanych materiałach z konferencji międzynarodowych, które w roku opublikowania artykułu w ostatecznej formie były ujęte w wykazie sporządzonym zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 267 ust. 2 pkt 2 lit. b, lub

c) 1 zrealizowane oryginalne osiągnięcie projektowe, konstrukcyjne, technologiczne lub artystyczne;

3) wykazuje się istotną aktywnością naukową albo artystyczną realizowaną w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej lub instytucji kultury, w szczególności zagranicznej.”

1. Przedstawienie podstawowych danych o Kandydacie

1.1. Data uzyskania stopnia doktora z podaniem dziedziny i dyscypliny, w której stopień nadano oraz nazwa jednostki organizacyjnej, w której był przeprowadzany przewód doktorski

Stopień doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii został nadany przez Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego w dniu 16 stycznia 2017 r.

1.2. Przebieg pracy naukowo-zawodowej

W latach 2011 – 2017 asystentura w Katedrze Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego, Instytut Ekonomik Stosowanych, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki.

W latach 2013 – 2019 wykładowca i trener na Wydziale Ekonomii i Zarządzania Uczelni Łazarskiego w Warszawie.

W latach 2017-2023 adiunkt w Katedrze Rynku i Inwestycji Kapitałowych, Instytut Finansów, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego.

Od 2023 do momentu złożenia wniosku, adiunkt w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Instytut Logistyki i Informatyki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego.

Publikacje kandydatki są afiliowane na Uniwersytecie Łódzkim.

1.3. Tytuł osiągnięcia naukowego oraz opis przedstawionego do oceny dorobku

Zgłoszony we wniosku przewodnim z dnia 5 lutego 2024 r. za pośrednictwem Rady Doskonałości Naukowej tytuł osiągnięcia to:

„Ocena kondycji ekonomiczno-finansowej spółki mierzona za pomocą modeli dyskryminacyjnych jako determinanta wzrostu przedsiębiorstwa”

Do wniosku dołączono 6 załączników (dane wnioskodawcy, kopia dokumentu potwierdzającego nadanie stopnia doktora nauk ekonomicznych, autoreferat w języku polskim, wykaz osiągnięć naukowych, publikacje włączone do cyklu (treść), oświadczenia o współautorstwie publikacji włączonych do cyklu zgłoszonych w ramach osiągnięcia naukowego).

Na osiągnięcie naukowe dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej w rozumieniu art. 219 ust. 1 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym składają się:

- 1) cykl powiązanych artykułów naukowych pogrupowanych tematycznie, art. 219 ust. 1 pkt 2:

Tabela 1. Artykuły tworzące cykl pogrupowany tematycznie

L.p.	Artykuły w ramach cyklu (cytowanie APA)	Wydawnictwo	Pkt. MEIN/MNiSW; IF
1	Gniadkowska-Szymańska, A. (2021). Liquidity of assets and liquidity of shares: the example of the Warsaw Stock Exchange, <i>Bank i Kredyt</i> , Narodowy Bank Polski, vol. 52(1), pages 1-22	Narodowy Bank Polski	70
2	Bolek, M., Gniadkowska-Szymańska, A. (2021). The Condition of Companies and their Growth Based on the Example of Companies Included in WIG and DAX Indices. <i>Finanse i Prawo Finansowe</i> , 2(30), 25-44.	Uniwersytet Łódzki	40
Mój udział w tworzeniu publikacji oceniam na 50%. Polegał on na przygotowaniu bazy danych wykorzystanych do dalszych obliczeń, napisaniu wprowadzenia, omówieniu teorii (przegląd literatury przedmiotu).			
3	Bolek, M., Gniadkowska-Szymańska, A. (2022). Is the Growth of Companies Influencing Their Financial Condition Depending on Their Size: S&P 500 Listed Companies Example. <i>Asia-Pacific Financial Markets</i> , 1-15.	Springer Nature	40 (IF5 = 1,5)
Mój udział w tworzeniu publikacji oceniam na 50%. Polegał on na przygotowaniu bazy danych wykorzystanych do dalszych obliczeń, napisaniu wprowadzenia, omówieniu teorii (przegląd literatury przedmiotu) oraz przeprowadzeniu dyskusji.			
4	Gniadkowska – Szymańska, A. (2022). The liquidity of shares and the risk of bankruptcy, <i>Bank i Kredyt</i> , 53(6), 2022, 565-586.	Narodowy Bank Polski	70
5	Bolek, M., Gniadkowska-Szymańska, A. (2022). Are Bankruptcy Models Adequate for Condition Assessment of Companies Listed on Warsaw Stock Exchange?. <i>Financial Internet Quarterly</i> , 18(2), 1-12.	Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie	40
Mój udział w tworzeniu publikacji oceniam na 50%. Polegał on na przygotowaniu bazy danych wykorzystanych do dalszych obliczeń, omówieniu teorii (przegląd literatury przedmiotu) oraz omówienie wyników w dyskusji.			
6	Bolek, M., Gniadkowska-Szymańska, A. (2023). Is solvency influencing EPS growth in Poland, Austria and Germany: a comparison study of markets with a similar bankruptcy law, <i>Int. J. Accounting, Auditing and Performance Evaluation</i> , Vol. 19, No. 2.	Inderscience Publishers	20
Mój udział w tworzeniu publikacji oceniam na 50%. Polegał on na przygotowaniu bazy danych wykorzystanych do dalszych obliczeń, napisaniu wprowadzenia, omówieniu teorii (przegląd literatury przedmiotu).			
7	Pietraszewski, P., Gniadkowska-Szymańska, A., Bolek, M. (2023). Expected vs. real growth of companies listed on the London Stock Exchange. <i>Journal of Economics and Finance</i> , 1-23.	Springer Nature	40 (IF5 = 0,85)
Mój udział w tworzeniu publikacji oceniam na 33%. Polegał on na przygotowaniu bazy danych wykorzystanych do dalszych obliczeń, napisaniu wprowadzenia, omówieniu teorii (przegląd literatury przedmiotu).			
8	Sadowski A., Gniadkowska-Szymańska A., Sokolovskij E., Jędrzejczak R., (2024) THE IMPACT OF ESG STRATEGIES ON GROWTH IN THE LOGISTICS INDUSTRY. <i>Transport</i> .	Vilnius Gediminas Technical University	70 (IF5 = 1,7)
Mój udział w tworzeniu publikacji oceniam na 40%. Polegał on na przygotowaniu bazy danych wykorzystanych do dalszych obliczeń, napisaniu wprowadzenia, opracowaniu metodyki badania oraz przeprowadzeniu dyskusji oraz omówienie wyników.			

Źródło: autoreferat Habilitantki

W dalszej części recenzji będę przy opisie artykułów posługiwał się liczbami porządkowymi przypisanymi w tabeli 1 do poszczególnych artykułów. Artykuł 8 nie został opublikowany, a zgodnie z brzemieniem Ustawy ocenie mogą podlegać opublikowane prace naukowe, dlatego nie zostanie poddany recenzji.

Na podstawie analizy przedłożonych oświadczeń można stwierdzić, że udział wkładu w powstanie artykułów podlegających recenzji następował generalnie poprzez podzielenie 100% przez liczbę autorów publikacji. Należy jednak nadmienić, że oświadczenia zawierają krótką charakterystykę prac wykonanych przez składających oświadczenie. Moim zdaniem, w takiej sytuacji nie można określić wkładu Habilitantki ani jako wiodącego, ani jako ostatniego.

2) Istotna aktywność naukowa w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej, w szczególności zagranicznej, art. 219 ust. 1 pkt 3:

W Autoreferacie Habilitantka deklaruje współpracę z 12 uczelniami i jednostkami naukowymi. Bliższe informacje na temat aktywności naukowej prowadzonej poza macierzystą uczelnią są następujące:

- A. Współpraca z Hellenic Open University oraz Faculty of Economics and Business w Rijece (współautorstwo artykułów, wspólny udział w konferencjach, cykliczne spotkania stacjonarne i w Internecie).
- B. Przewodnicząca w Grupie Roboczej ds. Ekonomii i Przywództwa w ramach ESI Postdoctoral Program "Social Sciences and Humanities in a Post-Crisis Period", w ramach której powstał szereg publikacji we współautorstwie, artykułów naukowych (w tym z Impact Factorem) oraz wspólny udział w konferencjach naukowych (referaty).
- C. Współpraca z Katedrą Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ oraz Social Sciences and Management/ Research Centre in Economic and Organisational Sociology z Lisbon School of Economics and Management, w ramach której prowadzono badania nad funkcjonowaniem, wynikami finansowymi oraz zrównoważoną sprawozdawczością spółek kapitałowych notowanych na giełdach papierów wartościowych, ze szczególnym uwzględnieniem Polski i Portugalii.
- D. Współpraca z prof. Perem Engelsethem z Tromsø School of Business and Economics, UiT The Arctic University of Norway, Narvik Campus. W ramach kooperacji, której członkami są pracownicy Wydziału Zarządzania UŁ powstały artykuły naukowe, obecnie w trakcie procesu recenzyjnego, poświęcone wpływowi podatków środowiskowych oraz uwarunkowań społeczno-gospodarczych na zrównoważony rozwój przedsiębiorstw transportowych. Współpraca ma charakter wymiany myśli, poglądów, polega na organizacji i kooperacji naukowej za pośrednictwem internetowych platform komunikacyjnych.
- E. Udział w Radach Naukowych i Radach Programowych dwóch konferencji międzynarodowych: Interdyscyplinarnej konferencji „Gospodarka i Społeczeństwo” organizowanej przez Wydział Ekonomiczno - Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki oraz w VII MIĘDZYNARODOWEJ KONFERENCJI NAUKOWEJ OCHRONA I BEZPIECZEŃSTWO UCZESTNIKÓW RYNKU USŁUG FINANSOWYCH W SYTUACJI KRYZYSOWEJ (COVID-19), której organizatorem jest Katedra Bankowości Centralnej i Pośrednictwa Finansowego UŁ wraz z Instytutem Ekspertyz Ekonomicznych i Finansowych w Łodzi.

Poszerzona interpretacja działań naukowych prowadzonych w innych uczelniach i jednostkach naukowych dopuszcza również prowadzenie działalności dydaktycznej, popularyzatorskiej oraz organizacyjnej¹. Informacje zawarte w Autoreferacie wskazują, że Habilitantka była zatrudniona w roli wykładowcy i trenera na Wydziale Ekonomii i Zarządzania Uczelni Łazarskiego w Warszawie oraz że Habilitantka odbyła trzy staże zagraniczne (Węgry, Włochy) związane z Staff Mobility for Teaching (STA) w ramach projektu Erasmus+ na których prowadziła zajęcia dydaktyczne. W Autoreferacie brak szczegółowych informacji na ten temat zakresu podejmowanych prac.

1.4. Dane naukometryczne, jak sumaryczny współczynnik Impact Factor, liczba cytowań oraz indeks Hirscha, którymi legitymuje się Kandydat na dzień wszczęcia postępowania w sprawie nadania doktora habilitowanego

Podstawowe dane naukometryczne przedstawione zostały w poniższej tabeli.

Tabela 1. Podstawowe dane naukometryczne na podstawie autoreferatu

Publikacje	Rodzaj pracy	Liczba prac	Liczba pkt. MNiSW
Publikacje przed doktorem	Artykuły naukowe	8	52
	Rozdziały w monografiach	1	2
	Suma	9	54
Publikacje po doktoracie	Artykuły naukowe	26	1217
	Rozdziały w monografiach	2	40
	Monografie	1	80
	Suma	29	1317
Ogółem		38	1371

Źródło: autoreferat Habilitantki

Zgodnie z informacjami zamieszczonymi w autoreferacie, na dzień 05.02.2024 r. indeks Hirscha wynosi 3 (według WoS: 5). Liczba cytowań prac Habilitanta wynosi 46 (WoS 5). Impact factor 4,05 (5-letni Impact Factor 4,25).

2. Charakterystyka i analiza przedłożonego do oceny cyklu

Po analizie spisu publikacji przedstawionych do oceny dorobku Habilitantki zastosowałem **wstępne kryteria selekcji**. Zgodnie z wymogami Ustawy pominąłem artykuł, który nie zostały jeszcze opublikowany. W efekcie można do oceny dorobku naukowego w dziedzinie ekonomia i finanse zaliczyć 7 pozycji, z pominięciem artykułu 8.

¹ Kała D. P. „Szczegółowe przesłanki nadania stopnia doktora habilitowanego”, RUCH PRAWNICZY, EKONOMICZNY I SOCJOLOGICZNY, Rok LXXXIV – zeszyt 3 – 2022, <https://doi.org/10.14746/rpeis.2022.84.3.03>

W mojej ocenie, wszystkie opublikowane przez Habilitantkę artykuły są publikacjami o charakterze naukowym (tj. podlegającymi weryfikacji i ocenie ich treści w recenzji naukowej), które zostały opublikowane w wydawnictwach naukowych odpowiedzialnych za przeprowadzenie niezależnego procesu weryfikacji ich treści oraz korekty językowej.

2.1. Cel naukowy cyklu publikacji i hipotezy badawcze zawarte w Autoreferacie

Cel naukowy został sformułowany jako (s.18 Autoreferatu): **ocena wpływu wybranych modeli dyskryminacyjnych na wzrost przedsiębiorstwa zarówno na rynkach rozwiniętych jak i rozwijających się.**

Cel naukowy różni się zasadniczo od tytułu cyklu ponieważ, zanika komponent związany z oceną kondycji ekonomiczno-finansowej² i pojawia się kontekst rynków (domyślnie rynków kapitałowych) rozwiniętych i rozwijających się. Nie do końca jasne jest sformułowanie odnoszące się rzekomego „wpływu (...) modeli” na wzrost przedsiębiorstwa.

Różnice wynikające z różnego zakresu tytułu cyklu i celu naukowego nie zostały przez Habilitantkę wytłumaczone.

Hipoteza główna doprecyzowuje cel naukowy i została przyjęta przez Autorkę w brzmieniu: **wpływ wskaźników Z-score, pochodzących z modeli dyskryminacyjnych, na wzrost przedsiębiorstwa na rynkach kapitałowych.**

Tak postawiona hipoteza główna wskazuje z kolei na badanie wpływu (relacji przyczynowej(!)) pomiędzy wskaźnikami Z-score na wzrost przedsiębiorstwa notowanego na giełdach papierów wartościowych.

Dodatkowo Habilitantka sformułowała trzy hipotezy pomocnicze:

H1. Płynność papierów wartościowych emitowanych przez spółkę będzie wpływała na możliwość bankructwa danego przedsiębiorstwa.

H2. Płynność aktywów danej firmy wpływa na płynność papierów wartościowych.

H3. Kondycja ekonomiczno-finansowa spółki, mierzona za pomocą modeli dyskryminacyjnych, wpływa na wzrost wartości tej spółki na rynkach kapitałowych.

Zbliżony charakter do hipotezy głównej ma hipoteza H3, która podkreśla możliwą relację przyczynową (!) pomiędzy modelami dyskryminacyjnymi a **wzrostem przedsiębiorstwa identyfikowanym w tym przypadku jako wzrost wartości spółki** notowanej na rynku kapitałowym.

Hipotezy H1 i H2 reprezentują dalszy ciąg skojarzeń odbiegający od hipotezy głównej. Hipoteza H1 nie odnosi się do wzrostu przedsiębiorstwa a do relacji przyczynowej (!) pomiędzy: płynność papierów wartościowych -> możliwość bankructwa. Hipoteza H2 reprezentuje jeszcze wyższy stopień oddalenia od hipotezy głównej, gdyż analizuje relację przyczynową pomiędzy: płynność aktywów -> płynność papierów wartościowych. Moim zdaniem, hipotezy pomocnicze H1 i H2 „nie pomagają” w weryfikacji hipotezy głównej i odnoszą się do badań w innym zakresie.

Po lekturze tytułu, celu i hipotez można odnieść wrażenie, że Habilitantka ma kłopot z właściwym i precyzyjnym

² Według mnie trudno się zgodzić z tym, że ocena kondycji ekonomiczno-finansowej sprowadza się do analizy tego, jak bardzo spółka jest zagrożona upadłością.

nazwaniem swoich osiągnięć zawartych w artykułach i nie jest w stanie nadać cyklowi spójnego charakteru. Potoczny charakter sformułowań w Autoreferacie powoduje, że zakres badań w tytule i celu jest inny. W hipotezie głównej cel analizy został ograniczony wyłącznie do wielkości wskaźników Z-score w relacji do wzrostu przedsiębiorstwa. Hipotezy pomocnicze H1 i H2 można by przypisać do „oceny kondycji ekonomiczno-finansowej” zawartej w tytule (pominiętej w hipotezie głównej), ale nie odnoszą się do „wzrostu przedsiębiorstwa”.

Przyjęte przez Habilitantkę kryteria selekcji artykułów do cyklu wynikają, moim zdaniem, z domniemania o możliwym połączeniu w finansach nawet najbardziej odległych różnych wątków (w-finansach-wszystko-się-ze-wszystkim-łączy), co pozwala sądzić, że zakres tematyczny artykułów będzie w jakimś stopniu się zawsze pokrywał.

Temat wiodący, tj. pojawiający się w celu i hipotezie głównej (modele dyskryminacyjne, wskaźniki Z-score) jest w treści trzech artykułów nieobecny. Dla części artykułów w cyklu publikacji nie zaprezentowano „wspólnego mianownika”, który pozwoliłby na istotne doprecyzowanie obszaru badawczego całego cyklu.

Osobną kwestią jest swobodnie deklarowana w celach i hipotezach „przyczynowość” badanych zjawisk. Narzędzia, którymi posługuje się Habilitantka nie pozwalają na badanie „przyczynowości”, a jedynie związki korelacyjne. Habilitantka podejmuje próbę analizy przyczynowości w sensie następstwa czasowego w artykule 1 (parametry z okresu „t-1” objaśniają parametr z okresu „t”) oraz artykule 7 (wskaźnik ROE t-1 jest komponentem równania objaśniającego wzrost EPS). W tym sensie, nie można uznać, że hipotezy H, H2 i H3 zostały zweryfikowane.

W uprawianiu nauki osobiście cenię swobodę skojarzeń i śmiałość stawianych hipotez, jednakże wymagają one oparcia na podstawach teoretycznych (lub stworzenia takowych), tak aby powiększyć lub przebudować zastany gmach wiedzy. Więcej na temat teoretycznego ujęcia tematu w kolejnej części recenzji.

2.2. Charakterystyka i analiza tematyki artykułów w cyklu

W przedstawionym do recenzji cyklu artykułów Habilitantka zajmuje się wycinkiem analizy fundamentalnej spółek giełdowych. W swoich badaniach buduje modele ekonometryczne, których zadaniem jest objaśnianie powiązań pomiędzy wskaźnikami finansowymi i parametrami finansowymi bazującymi na danych pochodzących ze sprawozdań finansowych i notowań giełdowych.

Wykorzystanie w badaniach danych pochodzących głównie ze sprawozdań finansowych ogranicza zakres analiz, ponieważ pomijane są całe grupy potencjalnie istotnych zmiennych jak zmienne: makroekonomiczne, regulacyjne, polityczne, demograficzne, technologiczne itp. Należy wspomnieć, że w konstrukcji niektórych badań Habilitantka dzieli próbę na mniejsze podgrupy według dwóch pozafinansowych cech: kraju pochodzenia spółek (giełd lokalnych) i segmentem rynku giełdowego.

Wydaje się, że w kontekście analizy wzrostu przedsiębiorstwa, pominięte grupy zmiennych mogą mieć istotne znaczenie. Niemniej jednak, analiza potencjalnego oddziaływania zmiennych *stricte* finansowych stanowi ważny element analizy fundamentalnej, szczególnie pomocnej przy ocenie kondycji finansowej podmiotów.

Kolejną regułą ograniczającą potencjalnie bardzo duży zakres prowadzonych badań jest wykorzystanie modeli dyskryminacyjnych (głównie model Altmana), które służą do pomiaru ryzyka upadłości. Modele dyskryminacyjne wykorzystują z reguły kilka wskaźników finansowych i przede wszystkim te właśnie wskaźniki podlegają badaniu przez Habilitantkę. Jednak pewnym nadużyciem jest utożsamianie wskazań modeli wczesnego ostrzeżenia (modeli dyskryminacyjnych) z oceną kondycji ekonomiczno-finansowej. Według mnie,

ocena kondycji ekonomiczno-finansowej jest szerszym pojęciem i nie sprowadza się do określenia tego, jak bardzo spółka jest zagrożona upadłością. W niektórych przypadkach ograniczony zestaw wskaźników jest uzupełniany w sposób arbitralny o zmienne dodatkowe, a selekcja zmiennych jest weryfikowana głównie poprzez analizę korelacji.

W swoim cyklu Habilitantka zmienia kontekst wykorzystania modeli wczesnego ostrzegania zadając sobie poniekąd interesujące pytanie: czy wielkość ryzyka zagrożenia upadłością (*downside risk*) jest powiązana ze wzrostem przedsiębiorstwa (*upside potential*)? Tak postawiona kwestia wymaga zdefiniowania terminu „wzrost przedsiębiorstwa”.

2.3. Definicja wzrostu przedsiębiorstwa

W Autoreferacie definiując wzrost przedsiębiorstwa Habilitantka mówi o wzroście czterech możliwych kategorii: zysku/EPS (3 strony tekstu), sprzedaży (dwie wzmianki), aktywów (dwa zdania), kapitału własnego (głównie w kontekście powiązania ze zmianą zysku).

W Autoreferacie został położony szczególny nacisk na wzrost zysku na jedną akcję (EPS) i faktycznie w 5 artykułach, które dotyczą wzrostu przedsiębiorstwa, wzrost (tj. zmienna objaśniana) jest identyfikowany jako: wzrost EPS (5 artykułów), suma aktywów (2 artykuły), sprzedaż i kapitał własny (1 artykuł).

Skupienie się na zmianie EPS nie jest, według mnie, pierwszym naturalnym wyborem dla badacza z kilku powodów:

1. Począwszy od lat 80-tych XX wieku finansowy cel korporacji skupia się na zarządzaniu wartością rynkową kapitału własnego (*value-based management*). **Zarządzanie przez wartość kapitału własnego** pozwoliło znaleźć wspólną perspektywę zarządzających przedsiębiorstwem i inwestorów na rynku kapitałowym. Autorzy wiodących podręczników z dziedziny finansów różnią się jedynie tym, jak definiować wartość kapitału własnego – czy oprócz domyślnej wartości rynkowej można również dopuścić wartość fundamentalną, czy wartość inwestycyjną. Z reguły zarządzanie przez wartość kapitału własnego jest pokazywane w kontrze do zarządzania zorientowanego na EPS prezentowanego często w niekorzystnym świetle³.
2. EPS jest wrażliwy na **zmianę cyklu inwestycyjnego w przedsiębiorstwie**. W Autoreferacie znajduje się opis pojedynczej uproszczonej inwestycji⁴ (pojedynczy nakład, bez opcji realnych), prowadzący do wniosku, że nowe inwestycje powinny zwiększać zyski, ale brak w tym opisie poszerzonego kontekstu analizy portfela inwestycji korporacji oraz brak oceny skutków ewentualnego rozłożenia korzyści w czasie. Wspominałem, że Habilitantka nie dopuszcza w badaniach nad wzrostem przedsiębiorstwa możliwych opóźnień w materializacji efektów.

³ Np. analiza EPS jako potencjalnego miernika wartości jest możliwa pod warunkiem łącznego spełnienia trzech warunków (podana za klasycznym podręcznikiem z obszaru finansów korporacyjnych P. Vernimmen et al (wydanie z 2022) s. 501): 1) poziom ryzyka kapitału zainwestowanego jest taki sam z okresu na okres, 2) stopa wzrostu zysków z okresu na okres pozostaje taka sama i 3) struktura kapitału przedsiębiorstwa pozostaje taka sama z okresu na okres.

⁴ W Autoreferacie na str. 10 w równaniu (3) w analizie składowych NPV inwestycji w drugim składniku sumy amortyzacja „A” powinna zastąpić inwestycję „I”. Dekompozycja przepływów pieniężnych na poszczególne elementy (str. 10 Autoreferatu) wywołuje również dyskusję na temat wykorzystania różnych stóp dyskontowych w analizie różnych składowych przepływów pieniężnych (por. koncepcja Adjusted Present Value).

3. EPS jest wrażliwy na zmianę **struktury finansowania przedsiębiorstwa**. Należałoby, moim zdaniem, rozgranicyć wzrost organiczny EPS od wzrostu wywołanego efektem dźwigni finansowej.
4. Mnożniki transakcyjne wykorzystywane w fuzjach i przejęciach czy wycenach porównawczych wykorzystują chętniej **inne kategorie zysku** jak: EBIT czy EBITDA. Wykorzystanie tych kategorii zysku pozwala wyeliminować wpływ zmian w strukturze finansowania (EBIT) i dodatkowo ograniczyć wpływ różnych faz cyklu inwestycyjnego (EBITDA).
5. W teoretycznym uzasadnieniu wątków celów brakuje odniesienia do koncepcji **cyklu życia przedsiębiorstwa**. Wielkość parametrów finansowych będzie zmieniać się w zależności od fazy cyklu przedsiębiorstwa jako efekt „naturalnych” zmian wywołanych przechodzeniem przez poszczególne fazy.
6. W analizie zmian wielkości EPS można zauważyć swoisty **efekt wzmożonej zmienności**, który badałem na rynku polskim razem z dr. R. Kurachem⁵ – po okresach dużego obniżenia wielkości EPS następuje okres dużych wzrostów EPS, częściowo wywołany efektem niskiej bazy, który obrazowo można tłumaczyć tendencją powrotu do „znormalizowanego” poziomu wzrostu.

Moim zdaniem, bliższy menedżerskiego punktu widzenia, jest wzrost przedsiębiorstwa identyfikowany jako wzrost aktywów i wzrost sprzedaży (vide Prezes D. Obajtek zarządzający w latach 2018-2024 koncernem ORLEN, który pomimo systematycznego niszczenia wartości giełdowej spółki twierdził, że spółka odnosi sukcesy, a podobne opinie nie są wśród menedżerów odosobnione). Do parametrów pożądaných przez menedżerów dodałbym jeszcze wielkość zatrudnienia.

Powiązania pomiędzy wskazanymi przez Habilitantkę parametrami (zysk netto/EPS, aktywa, sprzedaż, kapitał własny) są przedmiotem badań z zakresu planowania finansowego. Sporządzenie planu finansowego wymusza analizę powiązań pomiędzy tymi parametrami, co pozwoliłoby na wstępne **usystematyzowanie wiedzy na ten temat**. W obszarze wiedzy na temat planowania finansowego są dostępne narzędzia, które wiążą wzrost aktywów i wzrost sprzedaży ze zmianą niektórych parametrów finansowych (dywidenda, struktura kapitału, emisja długu i emisja nowych kapitałów własnych, rotacja aktywów) m.in.: trwała stopa wzrostu, wewnętrzna stopa wzrostu, model R. Higginsa, model J. van Horna. Analiza możliwych powiązań pomiędzy tymi zmiennymi pozwoliłaby lepiej uargumentować dobór niektórych zmiennych w modelu, wskazując jednocześnie kierunek powiązań między parametrami. Habilitantka podejmuje w jednym z artykułów uproszczoną próbę wykorzystania trwałej stopy wzrostu w modelu wyceny akcji, a krytykę jej podejścia zamieszczam w części recenzji poświęconej analizie poszczególnych artykułów.

Podsumowując, wybór EPS jako kategorii wiodącej w cyklu uważam za mało adekwatny. Jego wykorzystanie jest oczywiście możliwe, ale pod warunkiem wprowadzenia zmiennych kontrolnych odpowiedzialnych za zmiany poziomu ryzyka operacyjnego i finansowego, uwzględnienia cyklu inwestycyjnego i faz cyklu rozwoju spółki (wiek). Ponadto, powiązania pomiędzy poszczególnymi parametrami finansowymi można zaprezentować i przebadać w ujęciu spójnego systemu planistycznego.

⁵ Kurach R., Słoiński T. The PE Ratio and the Predicted Earnings Growth—the Case of Poland, Folia Oeconomica Stetinensia 15 (1), 127-138.

2.4. Uwagi odnoszące się do operacjonalizacji celu naukowego cyklu w poszczególnych artykułach

W pierwszej kolejności zostaną omówione artykuły związane z celem naukowym cyklu.

Artykuł 2 (wg tabeli 1)

Autorki stworzyły wieloetapową procedurę badawczą (Z-score zgodnie z modelem Altmana, a następnie, model logitowy), która ma na celu określenie powiązań pomiędzy wielkościami Z-score oraz wskaźnikami, na podstawie których jest obliczany Z-Score ze: wzrostem sprzedaży, aktywów ogółem, EPS i kapitałów własnych. Badanie przeprowadzono na spółkach z GPW oraz z Boerse Frankfurt w okresie od kwietnia 2012 do grudnia 2017. Celem artykułu jest „omówienie kondycji finansowej spółek oraz (ich) wzrostu mierzonego jako EPS, sprzedaż, aktywa i kapitał własny”. W artykule nie zamieszczono hipotez.

Artykuł zbieżny z celem naukowym cyklu i hipotezą główną.

Uzasadnione wątpliwości co do wyników badań budzi fakt, że dane opisujące spółki niemieckie są niewiarygodne. Dla wszystkich 409 giełdowych spółek niemieckich (tabela 5) znajdujących się w próbie:

- wskaźnik Kapitał pracujący/Aktywa ogółem posiadał średnią wielkość 0,000, medianę 0,000, wartość minimalną 0,000 i wartość maksymalną 0,000!

- wskaźnik Zysków zatrzymanych/Aktywa ogółem również posiadał średnią wartość 0,000, medianę 0,000, wartość minimalną 0,000, a wartość maksymalną 0,0002!

Statystyki opisowe pozostałych wskaźników osiągają wielkości możliwe, ale mało prawdopodobne (np. maksymalny wskaźnik rotacji aktywów ogółem to 0,431, maksymalny poziom marży zysku operacyjnego to 6,65%).

Brak weryfikacji wiarygodności danych przez Autorki podważa wyniki badań w artykule.

Artykuł 3 (wg tabeli 1)

Autorki zaprojektowały i przeprowadziły badanie, które bada powiązania pomiędzy wielkością Z-score, a zmianą EPS (w okresie 3 letnim i 5 letnim) włączając zmienną kontrolną „aktywa ogółem”. Osobne modele zostały estymowane dla różnych portfeli utworzonych względem różnej wielkości aktywów i różnych stóp wzrostu EPS. Próba zawierała spółki z indeksu S&P500 notowane w latach 1996 – 2018. Cel artykułu jest ogólny („analiza wzrostu przedsiębiorstwa” i ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw), w artykule zamieszczono hipotezę („wzrost EPS wpływa na kondycję finansową spółki mierzoną Z-score w relacji do jej wielkości”).

Artykuł zbieżny z celem naukowym cyklu i hipotezą główną.

Na uwagę zasługuje duża próba badawcza. Należy jednak wspomnieć, że analizie podlegają de facto trzy zmienne w tym jedna zmienna kontrolna. Wzrost wartości utożsamiany z EPS.

Artykuł 5 (wg tabeli 1)

Autorki zaprojektowały i przeprowadziły badanie, które bada powiązania pomiędzy wielkościami Z-score (model Altmana i model Gajdki-Stosa). W artykule pojawia się analiza korelacji pomiędzy wielkościami Z score i wskaźnikami, na podstawie których ustalany jest Z-score ze: wzrostem sprzedaży, wzrostem aktywów ogółem, wzrostem EPS i wzrostem kapitału własnego. Badanie przeprowadzono na spółkach notowanych na GPW w latach 2012 – 2017. Cel artykułu to „analiza powiązań pomiędzy sygnałami dostarczonymi przez modele ostrzegania przed bankructwem mierzonymi punktami (ich) poziomów a wzrostem wartości spółki

reprezentowanym przez wzrost EPS”. Weryfikowano następującą hipotezę: „występuje negatywne powiązanie pomiędzy sygnałami dyskryminacyjnych modeli bankructwa i wzrostem EPS spółek notowanych na GPW”.

Artykuł zbieżny z celem naukowym cyklu i hipotezą główną.

Warto zwrócić uwagę, że wzrost EPS jest utożsamiany ze wzrostem wartości, a w analizie wykorzystuje się wskaźniki wchodzące w skład modeli dyskryminacyjnych z pominięciem zmiennych kontrolnych.

W części artykułu opisującej dyskusję znajduje się wyprowadzenie wykorzystujące trwałą stopę wzrostu (s. 8), a Autorki podejmują próbę interpretacji zmiany zysku w szerszym kontekście poprzez uwzględnienie we wzorze na wycenę akcji (równanie 12) innych parametrów (wskaźnika zatrzymania zysków, rentowności kapitałów własnych, kosztu kapitału), co już mogło zasugerować potencjalnie poszerzenie modelu. Moim zdaniem, nie można jednak wnioskować na podstawie równania 12, jak sugerują Autorki, że wzrost EPS będzie zwiększał cenę akcji (P), ponieważ jeżeli dowolnej zmianie EPS będzie towarzyszył wskaźnik zatrzymania zysku równy 100%, to cena akcji spadnie do 0 zł. Wnioskowanie o wpływie EPS na cenę akcją wymaga, o czym wspominałem wcześniej, wielowymiarowej analizy, a nie przyjęcia założenia o *ceteris paribus*.

Dostrzegam również metodyczną trudność w wykorzystaniu równania pozwalającego na wycenę akcji podanej rzekomo za A. Damodaranem (równanie 8), na podstawie którego wyprowadzono równanie 12⁶. Równanie 8 jest wzorem na wycenę akcji przy założeniu, że dywidenda jest wypłacana w skończonej liczbie okresów, a po tym okresie dywidenda zanika, a sama akcja nie posiada już żadnej wartości wewnętrznej. W praktyce i teorii wyceny przedsiębiorstw taki zestaw założeń jest przyjmowany podczas wyceny przedsiębiorstw niezmiernie rzadko. Szczególnie w wycenie spółek giełdowych przyjmuje się nieograniczony okres prognozy dochodów uzyskiwanych z tytułu posiadania akcji.

Artykuł 6 (wg tabeli 1)

W artykule, Autorki przeprowadziły badanie nad powiązaniem wzrostu EPS z dużą grupą parametrów i wskaźników finansowych (13 zmiennych). Z grupy zmiennych wyselekcjonowano kilka wskaźników, które objaśniały wzrost EPS spółek w trzech krajach: Austria (5 zmiennych), Niemcy (6 zmiennych) i Polska (4 zmienne). Na następnym etapie wykorzystano model logitowy, który pozwala na określenie prawdopodobieństwa wzrostu EPS na danym rynku – dwa modele o podobnym składzie 5 zmiennych dla Polski i Austrii oraz model ze 4 zmiennymi dla Niemiec. Cel artykułu to „analiza porównawcza spółek notowanych na giełdach w Polsce, Austrii i Niemczech”. Hipoteza przyjęła formę oświadczenia, że „płynność finansowa wpływa na wzrost EPS i że nie ma różnic pomiędzy grupami przedsiębiorstw pochodzących z krajów o podobnym prawie upadłościowym”. Badanie przeprowadzono na dużej próbie spółek giełdowych notowanych na giełdach w Austrii, Niemczech i Polsce w latach 2012 - 2017.

Artykuł zbieżny z celem naukowym cyklu, ale nie jest zbieżny z hipotezą główną, ponieważ nie odnosi się do Z-score.

Zadeklarowany cel badania jest bardzo ogólny, a zakres badań nad wskaźnikami uwzględnia nie tylko deklarowane w oświadczeniu wskaźniki płynnościowe, ale również rentowność i to właśnie wskaźnik EBIT/Total Assets, jako jedyny, okazał się istotny we wszystkich modelach logitowych dla różnych rynków.

Zastanawia mnie rzekoma zbieżność prawa upadłościowego pomiędzy badanymi krajami. Autorki wspominają jedynie, bez podania powołania, że polskie prawo zostało dostosowane do austriackiego

⁶ W równaniu 10 i 11 nie podano we właściwym miejscu wykładnika potęgi.

i niemieckiego w tym zakresie w roku 2015. W artykule autorstwa S. Morawskiej i in., pt. Bankruptcy Law Severity for Debtors: Comparative Analysis Among Selected Countries⁷ z 2020 r. wykazano, że prawodawstwo i procedury upadłościowe mierzone Bankruptcy Law Severity Index istotnie różnią się między tymi krajami. Austria jest drugim najbardziej restrykcyjnym krajem w Europie dla dłużników (wystandaryzowany wskaźnik mieszczący się w przedziale między 0 – 1, wynosi dla Austrii 0,73), dla Niemiec wskaźnik osiąga poziom 0,64, a dla Polski jest na granicy podziału pomiędzy krajami przyjaznymi i restrykcyjnymi, tj. 0,50. Moim zdaniem, wybór krajów do badania należałoby lepiej uargumentować.

Artykuł 7 (wg tabeli 1)

Moim zdaniem najlepszy artykuł w cyklu. Zespół badaczy zaprojektował i przeprowadził wieloetapowe badanie na rynku głównym i alternatywnym londyńskiej giełdy na temat wpływu różnorodnych grup wskaźników na różnicę dwóch punktów danych (EPS z roku 1 lub 3 lub 5 lub 10 a EPS0) podzieloną przez sumę aktywów z okresu 0, wskaźnik został zdefiniowany jako wzrost EPS. Zmiennymi objaśniającymi były: rentowność kapitałów własnych z poprzedniego okresu, zmiana EPS w okresie poprzedzającym, zmiana wielkości aktywów, kapitalizacja rynkowa oraz grupa wskaźników odpowiedzialna za pomiar wartości dodanej (wskaźnik Q Tobina, KBM⁸, EVF i EVE). Na wcześniejszym etapie, badaniu podlegały związki korelacyjne pomiędzy wskaźnikami odpowiedzialnymi za pomiar wartości dodanej a zmianą aktywów ogółem, zmianą kapitału własnego, zmianą sprzedaży, zmianą kapitału własnego. Badanie zostało przeprowadzone na spółkach z indeksu FTSE notowanych w okresie 1971 – 2018 oraz indeksu AIM w okresie 1980 – 2018.

Artykuł nie jest związany ani z celem cyklu, ani z hipotezą główną. Modele dyskryminacyjne nie zostały zastosowane w artykule.

W artykule pojawia wielkość premii płaconej przez inwestorów (jako zmienne mierzące wartość dodaną) w zestawieniu z innymi parametrami finansowymi i wskaźnikami finansowymi, co jest moim zdaniem właściwym kierunkiem badań.

Wyniki badań w artykule są interesujące, a sam artykuł porusza wiele ciekawych kwestii związanych z pomiarem wzrostu przedsiębiorstwa. Kilka zagadnień ma jednak charakter dyskusyjny.

Miara „wzrost EPS”, w odróżnieniu od innych artykułów w cyklu, gdzie występuje jako zmiana procentowa, została przedstawiona w inny sposób. W liczniku miary „wzrost EPS” pojawia się różnica pomiędzy wielkościami EPS uzyskiwanymi w różnych, często odległych okresach. Na przykład, różnica pomiędzy wielkością EPS z roku 10 a wielkością EPS z roku 0 jest trudna w interpretacji, ponieważ nie mówi nic na temat wielkości EPS z roku np. 3 czy 8. Wymagałoby to sprawdzenia każdej możliwej długości okresu i sprawdzenia trwałości efektu wzrostu EPS w czasie. Zaproponowane przez Autorów rozwiązanie polegające na podzieleniu różnicy między wielkościami EPS poprzez podzielenie jej przez sumę aktywów jest dobrym pomysłem, ponieważ procentowa zmiana EPS charakteryzuje się dużą zmiennością (wspomniany wcześniej efekt wzmożonej zmienności). Należy jednak mieć na uwadze, że zaproponowane przez Autorów rozwiązanie daje

⁷ Morawska S. i in., Bankruptcy Law Severity for Debtors: Comparative Analysis Among Selected Countries, European Research Studies Journal Volume XXIII, Special Issue 2, 2020

⁸ Wskaźnik EVE, wbrew opisowi w artykule, nie przedstawia dekompozycji ceny akcji na wartości obecnie posiadanych aktywów (?) (asset in place) i możliwości wzrostu, a raczej części posiadanych aktywów finansowanych kapitałem własnym i możliwości wzrostu dochodów części aktywów finansowanych kapitałem własnym. Wskaźnik sam w sobie ma uproszczenia konstrukcyjne, ponieważ zakłada wykorzystanie renty wieczystej w wycenie aktywów.

w konsekwencji bardzo małą i trudną w interpretacji liczbę, która może przyjąć wielkość różną od zera dopiero na 10-12 miejscu po przecinku.

Byłbym ostrożny w traktowaniu alternatywnego segmentu rynku jako miejsca, w którym notowane są spółki o dużym potencjale wzrostu. Na rynku głównym również występuje wiele spółek o dużym potencjale wzrostu. Wydaje mi się, że alternatywny segment rynku jest dedykowany małym spółkom i choć wiele badań na rozwiniętych rynkach przekonuje nas, że stopy zwrotu z akcji małych spółek charakteryzują wyższe stopy zwrotu, to historia rynku alternatywnego w Polsce raczej nie dowodzi wielkiego potencjału wzrostu spółek notowanych w tym segmencie rynku jako całości. Badanie w podziale na rynek główny i alternatywny jest potrzebne, ale ze względu na strukturalne różnice pomiędzy segmentami, a nie ze względu na oczekiwane wzrosty.

W finansach, spółki o dużym potencjale wzrostu (tzw. *growth stocks*) selekcjonuje się na podstawie potencjału wzrostu wartości rynkowej, a nie EPS. Najczęściej wykorzystuje się miarę P/E, choć można wykorzystać inne miary pomiaru wartości dodanej, którymi posługują się Autorzy badania. Zmianę tych właśnie parametrów starałbym się wyjaśnić modelami ekonometrycznymi.

Pozostałe dwa artykuły nie są związane z celem naukowym cyklu i hipotezą główną.

Artykuł 4 (wg tabeli 1)

Habilitantka zaprojektowała i przeprowadziła badanie na temat czynników oddziałujących na wielkość oczekiwanej częstotliwości upadłości (EDF, *expected default frequency*) – miary ryzyka upadłości. Głównymi zmiennymi, do których odnosi się cel artykułu to: spread, turnover, wskaźnik braku płynności Amihuda. W kolejnym równaniu zmienne opisujące płynność obrotu akcjami zastępuje wskaźnik Q Tobina. Główne zmienne objaśniające są uzupełniane o następujące zmienne kontrolne: kapitalizacja rynkowa, wartość długu, zmienność cen akcji, stopę zwrotu z akcji i rentowność aktywów. Badanie przeprowadzono na dużej liczbie spółek obecnych w trzech indeksach giełdowych WIG (Polska), DAX (Niemcy) i OMXBBI (kraje bałtyckie) w okresie od kwietnia 2012 do grudnia 2017. Cel artykułu to „pomiar oddziaływania płynności kursu akcji wyemitowanych przez spółki na ich upadłość oraz potencjał wzrostu”. W artykule nie zaprezentowano hipotez. Artykuł nie jest zbieżny z celem naukowym cyklu oraz nie jest zbieżny z hipotezą główną, ponieważ wykorzystana miara upadłości nie jest modelem dyskryminacyjnym. Aby wprowadzić artykuł do cyklu zaproponowano hipotezę pomocniczą H1, która nie jest zbieżna z celem i hipotezą główną.

Zadeklarowaną przez Habilitantkę miarą wzrostu przedsiębiorstwa jest w badaniu wskaźnik Q Tobina. Moim zdaniem, za miarę wzrostu można uznać również zmienną „stopę zwrotu z akcji”. Oba wskaźniki okazują się być bardzo silnie skorelowane z miarami płynności akcji na każdym badanym rynku. W modelach opisujących związki pomiędzy miarą EDF a wskaźnikiem Q Tobina Autorka uzyskała różne znaki dla spółek przypisanych różnym indeksom, a dla zmiennej „stopa zwrotu z akcji” uzyskano ten sam, dodatni znak przy współczynniku kierunkowym w modelach opisujących poszczególne rynki. Habilitantka dokonała ciekawej interpretacji różnic pomiędzy poszczególnymi giełdami i w tym kontekście starała się zinterpretować uzyskane wyniki.

Artykuł 1 (wg tabeli 1)

Habilitantka przeprowadziła badanie nad czynnikami wpływającymi na miary płynności obrotu akcjami (spread, turnover, wskaźnik braku płynności Amihuda). Zmiennymi objaśniającymi były przede wszystkim

sumy ważonych wskaźników będących udziałami różnych grup składników majątku w aktywach ogółem. Ponadto, zidentyfikowano zmienne kontrolne: kapitalizacja, zmienność cen akcji, wskaźnik WR/WK, rentowność aktywów oraz zwykłe stopy zwrotu. Cel artykułu został przedstawiony jako „prezentacja problemu płynności finansowej i płynności aktywów na rynku finansowym”. W artykule nie postawiono hipotez. Badanie przeprowadzono na 221 spółkach notowanych w Warszawie w okresie od maja 2012 do grudnia 2017.

Artykuł nie jest zbieżny z celem cyklu naukowego oraz nie jest zbieżny z hipotezą główną. Aby uzasadnić jego pojawienie się w cyklu zaprezentowano hipotezę pomocniczą H2 nie związaną z celem cyklu.

Pytanie badawcze, na które stara się odpowiedzieć Habilitantka jest ciekawe. Należy jednak mieć na uwadze, że płynność aktywów jest rozumiana jako szybkość konwersji na gotówkę w toku prowadzenia normalnej działalności biznesowej (ich konwersja może w skrajnym przypadku być rozłożona na wiele miesięcy/lat), podczas gdy płynność instrumentów finansowych ma wymiar stricte transakcyjny opisujący możliwości natychmiastowego zakupu/zbycia instrumentów finansowych po atrakcyjnej cenie.

2.5. Dodatkowe uwagi na temat cyklu publikacji

Słabą częścią artykułów zawartych w cyklu jest część poświęcona dyskusji Autorów nad uzyskanymi wynikami. Oczywiście, w każdym artykule znajduje się część poświęcona prezentacji wyników, jednakże w znakomitej większości artykułów brakuje pogłębionych rozważań nad stopniem weryfikacji celów/hipotez/tez postawionych w artykule (czy i w jakim stopniu można przyjąć tezy), ale przede wszystkim brakuje osadzenia wyników w kontekście wyników badań uzyskanych przez innych Autorów.

W wielu artykułach dyskusja nad uzyskanymi wynikami nie pojawia się w ogóle lub w formie szczątkowej:

Artykuł 2. Części „dyskusja” zawiera omówienie wyników. Pojedyncze powołanie ma charakter dygresyjny.

Artykuł 3. Brak wyodrębnionej dyskusji. W zakończeniu artykułu nie ma wątków dyskusyjnych w relacji do dokonań innych Autorów.

Artykuł 5. W części dyskusja znajduje się omówione już w recenzji wyprowadzenie wzoru na wycenę akcji w powiązaniu ze stałą stopą wzrostu (pojedyncze powołanie). Wyprowadzenie takie przydałoby się w przeglądzie literatury, w części służącej budowie hipotez. W tym sensie powołanie należy potraktować jako dygresję. W zakończeniu artykułu nie ma wątków dyskusyjnych w odniesieniu do innych Autorów.

Artykuł 6. Brak wyodrębnionej dyskusji. W zakończeniu artykułu nie ma wątków dyskusyjnych w odniesieniu do innych Autorów.

Artykuł 7. W części „dyskusja” jest odwołanie do pojedynczego badania wykorzystującego podobną metodykę oraz do badania jednej ze współauterek.

Artykuł 4. Brak wyodrębnionej dyskusji. W części na temat prezentacji wyników jest odwołanie do pojedynczego badania wykorzystującego podobną metodykę. W zakończeniu pojawia się powołanie na dwie publikacje (w tym współautorki), które ogólnie stwierdza, że w innych publikacjach „ryzyko upadłości również zależy od potencjału wzrostu spółki”.

Artykuł 1. Brak wyodrębnionej dyskusji, jednakże podczas prezentacji wyników pojawiają się odwołania do podobnych rezultatów względem zmiennej: „spread” (2 powołania), WAL3 (jedno powołanie) i MWAL (jedno powołanie). W zakończeniu znajduje się odwołanie do dwóch artykułów opatrzone ogólnym stwierdzeniem, że w tych artykułach „powiązanie pomiędzy płynnością aktywów spółki a płynnością jej akcji faktycznie występuje”. W tym artykule można zaobserwować próbę przeprowadzenia dyskusji nad wynikami.

3. Ocena wskazanych przez Kandydata najważniejszych osiągnięć naukowo-badawczych wraz z informacją o spełnieniu warunków określonych art. 219 ust. 1 pkt. 2-3 Ustawy z dnia 20 lipca 2018

3.1. Ocena warunków określonych art. 219 ust. 1 pkt. 2 Ustawy z dnia 20 lipca 2018

Ocena przedstawionego do oceny dorobku naukowego odnosi się do podpunktu b) punktu 2 (cykl publikacji), ponieważ nie przedłożono do recenzji dorobku odnoszącego się do punktu a) i c) tego punktu.

Moje wnioski na temat przedłożonego do publikacji cyklu publikacji są następujące:

1. Poddając cykl publikacji całościowej ocenie stwierdzam, że brakuje w nim poszerzonej refleksji na temat sposobu definiowania wzrostu przedsiębiorstwa i kryteriów selekcji kategorii wzrostu, które uwzględniałyby jego potencjalne wady i zalety. Ocena taka wymagałaby poszerzenia o konteksty teoretyczne odnoszące się m.in. do: cyklu życia przedsiębiorstwa oraz cyklu inwestycyjnego, struktury kapitału, dywidendy, ryzyka prowadzonej działalności. Jeżeli w treści artykułów nie było miejsca na tego typu rozważania, to, moim zdaniem, należałoby je przedstawić w Autoreferacie. W tym sensie, zawarte w artykułach refleksje na temat miar wzrostu okazują się powierzchowne i polegają głównie na wykazywaniu wykorzystania miar wzrostu w innych artykułach. Brak poszerzonego kontekstu rozważań był po części przyczyną braku identyfikacji ograniczeń wiodącej miary wzrostu. Więcej na ten temat w punkcie 2 recenzji.
2. W recenzji wykazałem, że wiodącą kategorią wzrostu w cyklu jest wzrost EPS. W recenzji wykazałem, że wybór EPS jako kategorii wiodącej w cyklu uważam za mało adekwatny. Jego wykorzystanie, w sensie możliwości stawiania hipotez, jest oczywiście możliwe, ale pod warunkiem wprowadzenia zmiennych kontrolnych odpowiedzialnych za zmiany poziomu ryzyka operacyjnego i finansowego, uwzględnienia cyklu inwestycyjnego i faz cyklu rozwoju spółki, wzrostu EPS wywołanego efektem *bootstrap* w efekcie fuzji czy przejęcia. Ponadto, powiązania pomiędzy poszczególnymi parametrami finansowymi mogącymi mieć wpływ na poziom EPS można było zaprezentować i przebadać w ujęciu spójnego systemu planistycznego, a podjętą w tym względzie próbę zamieszczoną w artykule 5 uważam za niewystarczającą.

W części artykułów pojawiają się zmienne, które, moim zdaniem, lepiej przystają do powszechnie przyjętych kategorii wzrostu, ale pojawiają się w charakterze zmiennych objaśniających (kontrolnych). Więcej na ten temat w podpunkcie 2.3 recenzji.

3. Przedstawiony w Autoreferacie opis celu naukowego zrealizowanego w cyklu, hipotezy głównej i hipotez pomocniczych jest niespójny i chaotyczny. Po lekturze tytułu, celu i hipotez można odnieść wrażenie, że Habilitantka ma kłopot z właściwym i precyzyjnym nazwaniem swoich osiągnięć zawartych w artykułach i nie jest w stanie nadać cyklowi spójnego charakteru. Potoczny charakter sformułowań w Autoreferacie powoduje, że zakres badań w tytule i celu jest inny. W hipotezie głównej cel analizy został ograniczony wyłącznie do wielkości wskaźników Z-score w relacji do wzrostu przedsiębiorstwa. Hipotezy pomocnicze H1 i H2 można by przypisać do „oceny kondycji ekonomiczno-finansowej” zawartej w tytule (pominiętej w hipotezie głównej), ale nie odnoszą się do „wzrostu przedsiębiorstwa” i pomijają kwestie funkcji dyskryminujących.

Temat wiodący, tj. pojawiający się w celu i hipotezie głównej (modele dyskryminacyjne, wskaźniki Z-score) jest

w treści trzech artykułów nieobecny.

Dla artykułów w cyklu publikacji nie zaprezentowano „wspólnego mianownika”, który pozwoliłby na istotne doprecyzowanie obszaru badawczego całego cyklu. Więcej na ten temat w podpunkcie 2.1 recenzji.

4. Osobną kwestią jest swobodnie deklarowana w celach i hipotezach „przyczynowość” badanych zjawisk. Narzędzia, którymi posługuje się Habilitantka nie pozwalają na badanie „przyczynowości”, a jedynie związki o charakterze korelacyjnym. Habilitantka podejmuje próbę analizy przyczynowości w sensie następstwa czasowego w artykule 1 (parametry z okresu „t-1” objaśniają parametr z okresu „t”) oraz artykule 7 (wskaźnik ROE t-1 jest komponentem równania objaśniającego wzrost EPS). W tym sensie, nie można uznać, że hipotezy H, H2 i H3 zostały zweryfikowane.
5. Analizując każdy przedłożony do recenzji artykuł, odnoszę wrażenie, że cele są z reguły stawiane w bardzo zdawkowy sposób, a tezy/hipotezy, o ile występują, nabierają charakteru ogólnych stwierdzeń. Więcej na ten temat w podpunkcie 2.4 recenzji.
6. W recenzji zwróciłem uwagę, że omówieniu wyników w artykułach z reguły nie towarzyszy dyskusja nad uzyskanymi rezultatami w kontekście prac innych grup badawczych. Można uznać, że tego rodzaju dyskusja jest prowadzona jedynie w artykule 7. Więcej na ten temat w podpunkcie 2.5 recenzji.
7. Artykuł 8 nie został przeze mnie zrecenzowany, ponieważ ustawowym wymogiem jest to, że artykuł jest opublikowany, a nie to, że będzie opublikowany w przyszłości.
8. W artykule 2 wykazałem brak wiarygodności danych wejściowych spółek niemieckich, co podważa wnioski wyciągnięte na podstawie badań. Więcej na ten temat w podpunkcie 2.4 recenzji.

W świetle przedstawionych argumentów uważam, że przedłożony do recenzji cykl publikacji nie spełnia warunków określonych w art. 219 ust. 1 pkt. 2 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 i **moja opinia na jego temat jest negatywna.**

Należy w tym miejscu stwierdzić, że dorobek naukowy Habilitantki wykazuje na jej pozytywne cechy, które pozwalają mniemać o przyszłych sukcesach Habilitantki na niwie naukowej:

- działalność Habilitantki cechuje konsekwencja, o której można sądzić na podstawie chęci do poszerzania raz podjętych wątków badań;
- łatwość w formułowaniu, czasami bardzo śmiałych, pytań badawczych pozwoli jej w przyszłości realizować nowe interesujące cele badawcze;
- biegłość w pracy z informatycznymi pakietami statystycznymi i umiejętność korzystania z baz danych;
- umiejętność nawiązywania współpracy z różnymi krajowymi i zagranicznymi uczelniami i jednostkami naukowymi;
- niespożyta energia widoczna w realizacji wielu zadań i funkcji na macierzystej uczelni oraz w innej działalności organizacyjnej i dydaktycznej;
- uważność w reorientacji strategii publikacyjnej, o czym świadczy zwiększająca się w ostatnich latach liczba publikacji z tzw. impact factor.

Niestety, wskazane przeze mnie cechy Habilitantki nie znalazły pozytywnego wyrazu w przedłożonym do oceny cyklu publikacji. W tym miejscu, proszę o nie traktowanie uwag zawartych w recenzji jedynie jako źródła

krytyki, ale również jako wskazówek, które mogą pomóc Habilitantce w osiągnięciu upragnionego celu.

3.2. Ocena warunków określonych art. 219 ust. 1 pkt. 3 Ustawy z dnia 20 lipca 2018

Punkt 3 ust. 1 art. 219 Ustawy mówi o istotnej aktywności naukowej albo artystycznej realizowanej w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej lub instytucji kultury, w szczególności zagranicznej. Jak pisałem wcześniej, poszerzona interpretacja działań naukowych prowadzonych w innych uczelniach i jednostkach naukowych dopuszcza również prowadzenie oprócz działalności naukowej również dydaktycznej, popularyzatorskiej oraz organizacyjnej (podpunkt 1.3 recenzji). Mając to na uwadze muszę stwierdzić, że **Habilitantka prowadzi bezsprzecznie istotną działalność na uczelni macierzystej.**

Problematyczna jest jednak ocena działalności prowadzonej w innej niż macierzysta uczelnia czy jednostka naukowa.

Informacje zawarte w Autoreferacie wskazują, że Habilitantka była zatrudniona w roli wykładowcy i trenera na Wydziale Ekonomii i Zarządzania Uczelni Łazarskiego w Warszawie oraz że Habilitantka odbyła trzy staże zagraniczne (Węgry, Włochy) związane z Staff Mobility for Teaching (STA) w ramach projektu Erasmus+, na których prowadziła zajęcia dydaktyczne z finansów korporacyjnych. W Autoreferacie brak jest szczegółowych informacji na temat zakresu, czasu współpracy w zakresie podejmowanych prac we wspomnianych uczelniach

Potencjalne efekty współpracy naukowej Habilitantki prowadzonej w innej niż macierzysta uczelni są bardzo obiecujące (podpunkt 1.3, 2)). Opis przeprowadzonych działań jest moim zdaniem nazbyt skrótowy i powierzchowny. Przedstawiony w autoreferacie opis jest opisem działań podejmowanych „z” udziałem innych uczelni i jednostek naukowych, a nie „w” innych uczelniach, czy jednostkach naukowych. **Moim zdaniem, na podstawie przedstawionych przez Habilitantkę w Autoreferacie informacji nie można ocenić „istotności” prowadzonej działalności w innych jednostkach naukowych, ponieważ nie zamieszczono w nim szczegółowych informacji** m.in. o: ew. formie zatrudnienia Habilitantki w innej niż macierzysta uczelni, długości okresu w którym trwała współpraca i jej rodzaju, opisu podejmowanych przez Habilitantkę działań w innych uczelniach, szczegółowych informacji na temat wymiernych rezultatów tej współpracy. Tym samym, nie ma podstaw do sformułowania oceny pozytywnej w tym zakresie.

Ostateczna ocena dorobku habilitacyjnego w świetle **warunków określonych art. 219 ust. 1 pkt. 2 i 3 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 jest negatywna.**

Podsumowanie

W recenzji przedstawiłem ocenę Habilitantki w świetle wymogów stawianych w art. 219 ust. 1 pkt 1-3, Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym.

W pierwszej części recenzji przedstawiłem podstawowe dane o Habilitantce. Podstawowe dane zawierają również opis cyklu publikacji oraz dokonań deklarowanych przez Habilitantkę jako działalność prowadzona we współpracy z innymi uczelniami i jednostkami naukowymi.

W drugiej części recenzji przedstawiłem obszerną analizę przedłożonego do recenzji cyklu publikacji. Analiza polegała na określeniu zakresu naukowego przedłożonego cyklu. Następnie poddałem ocenie obrany przez Habilitantkę cel naukowy i hipotezy. W dalszej części omówiłem kwestie związane z wyborem definicji wzrostu

przedsiębiorstwa. Ważną częścią recenzji jest omówienie przyjętych do recenzji artykułów w kontekście realizacji celów naukowych oraz weryfikacji hipotez. W osobnym podpunkcie przedstawiłem dodatkowe zastrzeżenia odnoszące do poszczególnych artykułów, które odnoszą się do technicznych aspektów warsztatu naukowego.

Syntetyczna ocena dorobku habilitacyjnego Kandydatki została zawarta w punkcie 3. Ocena odnosi się do warunków określonych art. 219 ust. 1 pkt. 2 i 3 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 (oceny cyklu publikacji oraz działalności prowadzonej w więcej niż jednej uczelni czy jednostce naukowej). Przedłożony do oceny dorobek Habilitantki oceniam negatywnie.

Z wyrazami szacunku

