

Częstochowa, dn. 01.08.2024 r.

Dr hab. inż. Marlena Grabowska, prof. PCz
Katedra Finansów, Bankowości i Rachunkowości
Wydział Zarządzania
Politechnika Częstochowska
marlena.grabowska@pcz.pl

Recenzja

osiągnięcia naukowego dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej ubiegającej się o stopień doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse

Formalną podstawą przygotowania recenzji jest pismo Przewodniczącego Komisji Uniwersytetu Łódzkiego do spraw stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse z dn. 20.05.2024r. informujące o powierzeniu mi, przez Komisję Uniwersytetu Łódzkiego do spraw stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse, funkcji recenzentki dorobku habilitacyjnego dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej.

Zgodnie z postanowieniami art. 221 ust. 8 ustawy z dnia 20 lipca 2018r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. 2018 poz. 1668 z późn. zm.) przedmiotem niniejszej recenzji jest ocena osiągnięcia naukowego osoby ubiegającej się o stopień doktora habilitowanego w zakresie wymagań określonych w artykule 219 ust. 1 pkt 2 wyżej wymienionej ustawy.

Ocena została sporządzona na podstawie dokumentów dotyczących dorobku habilitacyjnego dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej dostarczonych mi w wersji papierowej oraz elektronicznej obejmujących m.in. cykl publikacji zatytułowany *Ocena kondycji finansowo-ekonomicznej spółki mierzona za pomocą modeli dyskryminacyjnych jako determinanta wzrostu przedsiębiorstwa.*

Opierając się na wymogach, sformułowanych w artykule 219 ust. 1 pkt 2 przytoczonej podstawy prawnej, przeprowadzono ocenę, czy przedłożone osiągnięcie naukowe:

1. jest cyklem powiązanych tematycznie artykułów naukowych opublikowanych w czasopiśmie 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,

2. stanowi znaczny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse.

1. Ocena wraz z uzasadnieniem, czy przedłożone osiągnięcie naukowe pt.: *Ocena kondycji finansowo-ekonomicznej spółki mierzona za pomocą modeli dyskryminacyjnych jako determinanta wzrostu przedsiębiorstwa* jest cyklem powiązanych tematycznie artykułów naukowych opublikowanych w czasopiśmie 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 ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce.

Przedłożone do recenzji osiągnięcie naukowe składa się z ośmiu publikacji w języku angielskim zawierających następujące artykuły naukowe:

Artykuł 1 – Gniadkowska-Szymańska, A. (2021). Liquidity of assets and liquidity of shares: the example of the Warsaw Stock Exchange, Bank i Kredyt, Narodowy Bank Polski, vol. 52(1), pages 1-22,

Artykuł 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. Finanse i Prawo Finansowe, 2(30), 25-44,

Artykuł 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. *Asia-Pacific Financial Markets*, 1-15,

Artykuł 4 – Gniadkowska – Szymańska, A. (2022). The liquidity of shares and the risk of bankruptcy, *Bank i Kredyt*, 53(6), 2022, 565-586,

Artykuł 5 – Bolek, M., Gniadkowska-Szymańska, A. (2022). Are Bankruptcy Models Adequate for Condition Assessment of Companies Listed on Warsaw Stock Exchange?. *Financial Internet Quarterly*, 18(2), 1-12,

Artykuł 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, *Int. J. Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, Vol. 19, No. 2, 250-267,

Artykuł 7 – Pietraszewski, P., Gniadkowska-Szymańska, A., Bolek, M. (2023). Expected vs. real growth of companies listed on the London Stock Exchange. *Journal of Economics and Finance*, 646-668,

Artykuł 8 – Sadowski A., Gniadkowska-Szymańska A., Sokolovskij E., Jędrzejczak R., (2024?) THE IMPACT OF ESG STRATEGIES ON GROWTH IN THE LOGISTICS INDUSTRY. *Transport*.

Dwie spośród powyższych publikacji zostały napisane samodzielnie przez dr Agatę Gniadkowską-Szymańską. Natomiast sześć z nich powstało we współautorstwie. Zapisy art. 219 ust. 2 ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce wskazują, iż recenzowane osiągnięcie naukowe może stanowić część pracy zbiorowej, jeżeli opracowanie wydzielonego zagadnienia jest indywidualnym wkładem osoby ubiegającej się o stopień doktora habilitowanego. Do wszystkich artykułów współautorskich zostały dołączone oświadczenia odnośnie procentowego udziału i wkładzie współautora w tworzeniu publikacji.

Artykuły wymienione powyżej w kolejności od 1 do 7 zostały opublikowane w czasopiśmie naukowych, które w roku opublikowania w ostatecznej formie były

ujęte w wykazie sporządzonym zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 267 ust. 2 pkt 2 lit. b ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce. Natomiast artykuł 8 jest procedowany w czasopiśmie TRANSPORT wydawanym przez Vilnius Gediminas Technical University (Litwa). Czasopismo to, zgodnie z Komunikatem Ministra Nauki z dnia 5 stycznia 2024 r., znajduje się w wykazie czasopism naukowych. Jednakże do dnia napisania niniejszej recenzji, (tj. 01.08.2024 r.) przedłożony do oceny artykuł nie został jeszcze opublikowany. W dokumentach dotyczących dorobku habilitacyjnego przedstawiono deklarację akceptacji przez wydawnictwo opublikowania tegoż artykułu. Tym samym, z uwagi na brak spełnienia wymogów formalnych, nie został on uwzględniony w poniższej ocenie osiągnięcia naukowego dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej.

Recenzowane publikacje odnoszą się do zagadnień związanych z: oceną kondycji ekonomiczno-finansowej spółek, oceną wzrostu ekonomicznego przedsiębiorstw notowanych na giełdach papierów wartościowych oraz płynnością akcji na rynku kapitałowym. Habilitantka w Autoreferacie (str. 5 – 6) wyróżnia cztery zasadnicze obszary badań realizowanych w ramach swojego osiągnięcia naukowego. Należą do nich:

- weryfikacja związku zachodzącego między płynnością aktywów spółki a płynnością jej papierów wartościowych notowanych na rynku kapitałowym;
- analiza zależności pomiędzy płynnością akcji a ryzykiem upadłości spółki;
- weryfikacja powiązania między kondycją spółek, ocenioną systemami wczesnego ostrzegania przed upadłością, a ich wzrostem mierzonym wybranymi wskaźnikami;
- omówienie zmiennych odzwierciedlających oczekiwany i realny wzrost przedsiębiorstw.

W ramach pierwszego z wyróżnionych obszarów badawczych Habilitantka w Artykule 1 w interesujący sposób omówiła wielowymiarowe aspekty płynności finansowej przedsiębiorstwa, płynności papierów wartościowych oraz miary

pozwalające ocenić płynność akcji na rynku kapitałowym. Przeprowadzona analiza empiryczna została ukierunkowana na sprawdzenie oddziaływania płynności finansowej aktywów na płynność akcji wyemitowanych przez spółkę. W Artykule 6 również poruszane były zagadnienia związane z problematyką płynności finansowej, ale w kontekście jej wpływu na wzrost zysku na akcję (EPS - earnings per share). Odnosząc się do rozważań prowadzonych przez Habilitantkę należy zauważyć dwoistość interpretacyjną znaczenia zmiany wartości wskaźnika EPS. Z jednej strony Habilitantka wskazuje, że: „...*financial liquidity in a broad sense, representing the solvency, should affect the EPS growth, representing the condition of a company*” (Artykuł 6, str. 252). Także w opisie niniejszych zagadnień zaprezentowanych w Autoreferacie (str. 24) wzrost zysku na akcję jest interpretowany jako mira kondycji ekonomicznej spółek. Z drugiej natomiast strony Habilitantka podkreśla m.in., że: „*Zyski na akcję (EPS - earnings per share) i ich wzrost (...) są podstawą większości badań prowadzonych w obszarze wzrostu przedsiębiorstw*” (Autoreferat, str. 9). Również w przytoczonym powyżej Artykule 6 (str. 255) wskazuje, że: „...*future EPS that reflects the growth of the enterprise*”. Także w innych publikacjach włączonych do recenzowanego cyklu Habilitantka opisuje wzrost zysku na akcję jako jedną z miar wzrostu przedsiębiorstwa (por. Artykuł 2, str. 26-28; Artykuł 3, str. 324). Powyższe ujęcia świadczą o braku jednoznaczności interpretacyjnej. Jej zachowanie jest istotne z uwagi na zaproponowaną w tytule osiągnięcia naukowego zależność między kondycją ekonomiczno-finansową a wzrostem przedsiębiorstwa. Wymagane jest zatem precyzyjne przypisanie odpowiednich miar charakteryzujących wzrost przedsiębiorstwa i kondycję ekonomiczno-finansową.

Drugi, wyróżniony przez Habilitantkę, obszar badawczy odnosił się do omówienia związku między płynnością akcji a ryzykiem upadłości spółki określonym przy pomocy miary EDF – Expected Default Frequency. Przeprowadzone badanie podzielono na dwa etapy. W pierwszym określono zależność między płynnością akcji a ryzykiem upadłości, natomiast w drugim zależność między możliwościami wzrostu

wartości danej spółki (wyrażonymi wskaźnikiem Q Tobina), a ryzykiem upadłości. W Artykule 4 przedstawiono wnikliwe badania empiryczne dotyczące niniejszych zagadnień.

Jednakże należy podkreślić dość chaotyczną treść Artykułu 4. W jego części teoretycznej Habilitantka omówiła istotę i miary płynności akcji oraz miary ryzyka upadłości rozpatrywane z punktu widzenia modeli dyskryminacyjnych. Natomiast w badaniach empirycznych wykorzystywała do oceny ryzyka upadłości miarę EDF. Ponadto bardziej starannego objaśnienia wymagają zagadnienia dotyczące rozpatrywanego kierunku zależności między ryzykiem upadłości spółki, płynnością akcji a możliwościami wzrostu wartości spółki. Dla przykładu Habilitantka pisze: *“The research aimed to check how the liquidity of shares issued by a given company would affect both its bankruptcy and its growth potential”* (Artykuł 4, str. 571). Sugeruje to badanie wpływu płynności akcji spółki zarówno na jej upadłość, jak i na potencjał wzrostu. Natomiast drugi etap analiz odnosił się do wyjaśnienia wpływu potencjału wzrostu na ryzyko upadłości spółki. We wnioskach do tych badań Habilitantka stwierdza: *„...the variable defining the possibility of the value of a given company increasing affects the risk of bankruptcy positively, i.e., the greater the company’s growth potential, the greater the bankruptcy”*, a także zaznacza: *„These studies showed that the risk of bankruptcy also depends on the growth potential of the company”* (Artykuł 4, str. 573). Należy podkreślić dość pobieżne omówienie zagadnienia wskazującego na możliwości wzrostu wartości spółki jako na czynnik wpływający na ryzyko jej upadłości. Ponadto porównując tę zależność do tytułu recenzowanego osiągnięcia naukowego nie są czytelne intencje Habilitantki odnośnie kierunku przyczynowości w badanych relacjach.

Interpretacja zależności między kondycją finansową przedsiębiorstwa, mierzoną przy pomocy modelu Z-Score Altmana, a wzrostem zysku przypadającego na jedną akcję stanowi kolejny obszar badawczy wyróżniony przez Habilitantkę. Zagadnienia te poruszane były odpowiednio w Artykule 2, Artykule 3 oraz w Artykule 5. Omówiono

w nich sposoby oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa przy pomocy systemów wczesnego ostrzeżenia przed upadłością oraz kwestie dotyczące wielowymiarowości wzrostu przedsiębiorstwa. W Artykule 2 oraz w Artykule 5 wskazano na zależność pomiędzy wynikiem oceny punktowej w analizie dyskryminacyjnej a poziomem wzrostu spółki mierzonym zyskiem przypadającym na jedną akcję. Natomiast podejście zaprezentowane w Artykule 3 odnosi się do ustalenia, czy wzrost przedsiębiorstwa wyrażony wzrostem zysku przypadającego na jedną akcję może wpływać na sytuację finansową mierzoną za pomocą modelu Z-score Altmana. Habilitantka zauważa, iż *„the growth of company referring to its value as measured by the EPS growth can influence the financial condition as measured by Altman Z-score Model”* (Artykuł 3 str. 326). Tak jak w uwagach powyżej należy w tym miejscu podkreślić brak spójności w interpretacji zależności przyczynowo-skutkowych. Rozważania przeprowadzone w Artykule 3 sugerują odwrócenie zależności zaproponowanej w tytule recenzowanego osiągnięcia naukowego. Wskazano w nim na ocenę kondycji finansowo-ekonomicznej spółki mierzoną za pomocą modeli dyskryminacyjnych jako determinantę wzrostu przedsiębiorstwa.

W ostatnim zidentyfikowanym nurcie badawczym Habilitantka przeprowadziła interesujące studia nad oczekiwanym i realnym wzrostem spółek. W Artykule 7 omówiła zależności zachodzące między miarami szans wzrostu a realnym wzrostem spółek. Wyróżnione miary możliwości wzrostu zostały oparte na wartościach rynkowych. Zaliczono do nich m.in. wskaźnik Q Tobina (*„Tobin presented an index of the market value of assets and their replacement costs, which is considered a growth opportunity measure”* – Artykuł 7, str. 649) oraz wskaźniki związane z koncepcją wartości dodanej (*“Additional proposals for measuring growth opportunity (...) are related to the concept of value added.”* – Artykuł 7, str. 649). Natomiast realny wzrost przedsiębiorstwa został utożsamiony ze wzrostem aktywów, kapitału własnego, sprzedaży i wskaźnika EPS (*“Company growth that is related to assets, equity, sales, and EPS should result in an increase in its value”* – Artykuł 7, str. 648). Niemniej

jednak, pomimo ciekawie przeprowadzonej analizy dotyczącej oczekiwanego i realnego wzrostu przedsiębiorstw, należy wskazać na brak spójności terminologicznej w opisie tych zagadnień przedstawionym w Autoreferacie (str. 25). Habilitantka, jako tożsame, traktuje wyrażenia „wzrost przedsiębiorstwa” i „rozwój przedsiębiorstwa”. Podobnie w Artykule 3 (str. 325) odnosząc się do tych terminów pisze: *„This difference in meaning of the words is formal and they both are used to reflect the change in a company, which can be both measurable and qualitative.”* Jednakże w tym samym artykule, powołując się na literaturę przedmiotu, zauważa różnicę między tymi pojęciami: *“The development of a company is closely related to the growth, a measurable category applied in financial analysis while the development is a qualitative category, which can be applied to describe the company’s changing status”* (Artykuł 3, str. 325)

Podsumowując tą część recenzji osiągnięcia naukowego dr Agaty Gniadkowskiej- Szymańskiej pragnę odnieść się również do jego tytułu. W mojej ocenie nie odzwierciedla on w pełni zagadnień analizowanych przez Habilitantkę. Zawęża je do oceny kondycji ekonomiczno-finansowej spółki, mierzonej za pomocą modeli dyskryminacyjnych, stanowiącej determinantę wzrostu przedsiębiorstwa. Natomiast należy podkreślić szerszy kontekst poruszanych problemów badawczych odnoszący się także do zagadnień związanych z płynnością akcji na rynku kapitałowym. Jednakże pomimo wymienionych powyżej niedoskonałości i słabych stron recenzowane artykuły stanowią cykl powiązanych tematycznie publikacji. Tym samym spełniają wymóg zawarty w art. 219 ust. 1 pkt 2 lit. b ustawy z dnia 20 lipca 2018r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce.

**2. Ocena wraz z uzasadnieniem, czy przedłożone osiągnięcie naukowe pt.:
*Ocena kondycji finansowo-ekonomicznej spółki mierzona za pomocą modeli dyskryminacyjnych jako determinanta wzrostu przedsiębiorstwa stanowi znaczny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse***

Habilitantka wskazała, że podstawowym celem badań naukowych prowadzonych w artykułach stanowiących cykl publikacji zgłoszonych do oceny wniosku habilitacyjnego „*była ocena wpływu wybranych modeli dyskryminacyjnych na wzrost przedsiębiorstwa zarówno na rynkach rozwiniętych jak i rozwijających się*” (Autoreferat, str. 18). Uważam, że powyższe sformułowanie jest niezbyt klarowne. Odnosząc się literalnie do tak postawionego celu badań nasuwa się pytanie, czy wybrane modele dyskryminacyjne mogą kształtować wzrost przedsiębiorstwa. A tym samym, czy można ocenić wpływ tych modeli na wzrost przedsiębiorstwa.

W przeprowadzonych badaniach Habilitantka analizowała powiązanie kondycji spółek, mierzonej przy pomocy wybranych modeli dyskryminacyjnych, ze wzrostem tych spółek. Dla przykładu w Artykule 2 (str. 26) wskazała: „...*the condition of companies measured by Altman’s Z-score Model scores is related to their value growth in the opposite direction, and levels of ratios applied in this model are related to the growth of companies represented by EPS, sales, assets and equity*”. Podobne rozważania są zawarte w Artykule 5 (str. 2): “*The purpose of the article is related to the analysis of the relationship between the signals provided by the bankruptcy early warning models reflected in scores of the levels and the growth of companies’ value represented by the growth of EPS*”. Tym samym można uznać, że przeprowadzone analizy są zgodne z podstawowym celem badań przyjętym implicite (wynioskowanym z kontekstu). Pragnę jednocześnie podkreślić, iż kontekst tak sformułowanego celu jest zawężony i nie odzwierciedla szerszego wymiaru badań, które zostały przeprowadzone w artykułach stanowiących cykl publikacji zgłoszonych do oceny wniosku habilitacyjnego.

Habilitantka zaznaczyła w Autoreferacie (str. 18), iż w oparciu o cel badań sformułowała hipotezę główną (H0) oraz hipotezy pomocnicze (H1, H2 i H3), tj.:

H0: „*Wpływ wskaźników Z-score, pochodzących z modeli dyskryminacyjnych, na wzrost przedsiębiorstwa na rynku kapitałowych*”;

- H1: „Płynność papierów wartościowych emitowanych przez spółkę będzie wpływała na możliwość bankructwa danego przedsiębiorstwa”;
- H2: „Płynność aktywów danej firmy wpływa na płynność papierów wartościowych emitowanych przez tę spółkę”;
- H3: „Kondycja ekonomiczno – finansowa spółki, mierzona za pomocą modeli dyskryminacyjnych, wpływa na wzrost wartości tej spółki na rynku kapitałowych”.

Odnosząc się do strony redakcyjnej powyższych hipotez badawczych moje główne zastrzeżenie budzi konstrukcja hipotezy głównej H0. Hipoteza ta ma formę myśli przewodniej, czy też tematu jakiegoś zagadnienia. Przywołując literaturę dotyczącą metodyki badań naukowych¹ należy wskazać, że zasadniczo przez hipotezę badawczą rozumie się zdanie będące przypuszczeniem, które wymaga testu (sprawdzenia). Z uwagi na to, iż hipoteza H0 jest równoważnikiem zdania, a nie zdaniem, nie zawiera orzeczenia decydującego o strukturze całego zdania. Tym samym nie informuje o przypuszczalnej czynności wykonywanej przez zmienną wyjaśniającą, stanie, w jakim się ta zmienna się znajduje, czy też o procesie, któremu ta zmienna podlega. Ponadto moje krytyczne uwagi odnoszące się do konstrukcji hipotezy H0 są zbliżone do przedstawionych powyżej zarzutów kierowanych pod kątem sformułowanego celu badań.

Hipotezy pomocnicze mają czytelną budowę. Konstrukcja każdej z nich wskazuje na dwie zmienne. Założono występowanie skierowanej relacji między zmiennymi, czyli zmienna wyjaśniająca wpływa na zmienną wyjaśnianą. Należy podkreślić, że hipotezy pomocnicze zostały sformułowane bardzo ogólnikowo. Nie konkretyzują natury tego wpływu, ale odzwierciedlają ideę badań prowadzonych w cyklu publikacji i pokrywają ich zakres. Jednakże relacje między badanymi

¹ Por.: W. Czakon, *Hipotezy i modele badawcze*, [w:] *Metody badań ilościowych w zarządzaniu*, red. Ł. Sułkowski, R. Lenart-Gansiniec, K. Kolańska-Morawska, Społeczna Akademia Nauk, Łódź 2021, s. 73-93; E. Narkiewicz-Niedbalec, *Rozumienie hipotezy w słownikach i podręcznikach zakresu nauk społecznych*, Uniwersytet Zielonogórski, *Relacje. Studia z nauk społecznych*, 1/2026, , s.111-126

zmiennymi mają złożony charakter. Dla przykładu głębszego wyjaśnienia wymaga relacja pomiędzy płynnością papierów wartościowych emitowanych przez spółkę, a jej wzrostem. Te obydwie zmienne są składnikami różnych hipotez. Czytelniejszym wyrażeniem zamysłu badawczego byłoby przedstawienie ich w układzie wielu hipotez. Mając na uwadze przejrzystość koncepcyjną podjętych rozważań naukowych, proponowanym rozwiązaniem jest zaprezentowanie zmiennych i ich relacji przy pomocy modelu badawczego. Jego konstrukcja pozwoliłaby na odzwierciedlenie sekwencji hipotez i wprowadzenie zmiennych pośredniczących.

Jednocześnie pragnę podkreślić, iż przedstawione powyżej uwagi krytyczne dotyczące recenzowanego osiągnięcia naukowego dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej wskazują na elementy zachęcające do dyskusji i polemiki naukowej. Należy również zaakcentować mocne strony i pozytywne aspekty ocenianych publikacji wnoszące znaczny wkład w rozwój dyscypliny naukowej ekonomia i finanse. Do najważniejszych atutów przeprowadzonych przez Habilitantkę rozważań naukowych zaliczam przede wszystkim podjęcie ważnej problematyki badawczej łączącej ocenę kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa z oceną jego wzrostu oraz przeprowadzenie badań na grupie spółek notowanych na różnych rynkach giełdowych.

Habilitantka postawiła w centrum swoich rozważań badanie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa z wykorzystaniem systemów wczesnego ostrzegania przed upadłością i pomiar wzrostu ekonomicznego przedsiębiorstw giełdowych. Z jednej strony te zagadnienia badawcze mają swoje ugruntowane miejsce w literaturze przedmiotu. Z drugiej jednak strony połączenie tych dwóch zagadnień nie jest powszechnie rozpatrywane w publikacjach. Dla przykładu w bazie danych Scopus znajduje się ponad 360 artykułów naukowych i rozdziałów w książkach zaliczanych do zakresów tematycznych *Business, Management and Accounting (BUSI)* lub/i *Economics, Econometrics, and Finance (ECON)*, które w swoich tytułach, abstraktach, czy też słowach kluczowych zawierają wyrażenie „company growth” oraz ponad 1,6 tys. publikacji, które spełniają niniejsze kryteria i zawierają wyrażenie „financial condition”.

Natomiast dla powyższych zakresów tematycznych można odnaleźć jedynie cztery artykuły zawierające w swoich tytułach, abstraktach, czy też słowach kluczowych jednocześnie wyrażenia „company growth” i „financial condition” (stan na 30.07.2024 r.). W tym jednym z nich jest Artykuł 3 wchodzący w skład recenzowanego cyklu publikacji. Wybrana przez Habilitantkę problematyka dyskursu naukowego wskazuje na nie w pełni zgłębiony, a ważny problem eksploracyjny z poznawczego oraz naukowego punktu widzenia. Prowadzenie prac w tym zakresie jest próbą wypełnienia luki badawczej.

Ponadto podjęta w cyklu publikacji tematyka badawcza zasługuje na szczególne podkreślenie zarówno ze względu na swoje walory merytoryczne, jak i na aktualność praktyczną. W tym miejscu przychylam się do konkluzji z przeprowadzonych przez Habilitantkę badań, które można odczytać w poszczególnych artykułach z recenzowanego cyklu publikacji, tj.: *„Combining the discriminant models with value management can provide better recommendations for managers, investors and financial institutions regarding the situation of a business entity”* (Artykuł 5, s. 9) oraz *„This allows us to conclude that another variable has been found which should be taken into account by investors and market analysts when valuing securities and estimating the return on investment”* (Artykuł 4, str. 574), czy też podsumowaniu rozważań zawartych w Autoreferacie (str. 19): *„Chociaż zaprezentowane i wykorzystane modele mają ograniczenia, związane z doborem wskaźników analitycznych i okresem badawczym, to mogą stanowić narzędzie wspierające menedżerów przedsiębiorstw w podejmowaniu decyzji operacyjnych i strategicznych”*.

Uważam za ciekawe i interesujące przyjęcie perspektywy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w ocenie jego wzrostu. Ważne spostrzeżenia Habilitantka zaprezentowała w Artykule 5. Dotyczą one relacji pomiędzy wynikami oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, przeprowadzonej przy pomocy modeli dyskryminacyjnych, a wzrostem przedsiębiorstwa mierzonym dynamiką wskaźnika EPS. Można podkreślić w tym miejscu następujące wnioski (Artykuł 5, s. 9):

„Aggressive strategies applied by companies to increase the growth of EPS can increase the probability of bankruptcy, mostly detected by the early warning discriminant models.”, a także: „...the negative relationship between earnings per share growth and sales and the results in early warning models indicate that in order to achieve value growth, a firm must pursue a more aggressive liquidity policy and have a higher level of leverage, which can be detected as a bankruptcy threat by discriminatory models.” Podsumowując powyższe rozważania Habilitantka stwierdziła: *„Managers should focus on financial ratios that influence the growth of earnings per share to find a trade-off between solvency and value.”*

Warte zaakcentowania są również konkluzje wyciągnięte przez Habilitantkę na podstawie dociekań przeprowadzonych w Artykule 1 i Artykule 4. Odnoszą się one do rozważań wykraczających ponad analizę relacji zachodzących między oceną sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, przeprowadzoną przy pomocy modeli dyskryminacyjnych, a oceną jego wzrostu. W Artykule 1, dotyczącym badania zależności między płynnością aktywów spółki a płynnością jej akcji, Habilitantka napisała we wnioskach (Artykuł 1, str. 12): *„(...) the relationship between the liquidity of shares and the liquidity of the company’s assets (...) was confirmed. This allows us to conclude that another variable has been found which should be taken into account by investors and market analysts in the valuation of securities and the estimation of the return on investment.”* Natomiast w Artykule 4 (pomimo uwag krytycznych dotyczących tej publikacji omówionych we wcześniejszej części recenzji) na podkreślenie zasługuje analiza zależności między płynnością akcji spółki a ryzykiem jej upadłości. Habilitantka stwierdza w tej publikacji, że *„(...) there is a statistically significant relationship between the liquidity of share trading and the bankruptcy risk of the issuing company”*, a także zauważa, iż *„For institutions monitoring capital markets and the financial system, the results of this work may shed some light on the liquidity problem of the entire capital market, which would make it possible to take appropriate measures to increase this liquidity”* (Artykuł 4, str. 574).

Należy zaakcentować, że weryfikacja empiryczna problemów naukowych, jakie podjęła do rozwiązania Habilitantka, została przeprowadzona w oparciu o dane z różnych rynków giełdowych. Habilitantka wskazuje w Autoreferacie (str. 18), iż „...badania prezentowane w artykułach włączonych do tego cyklu są przeprowadzone zarówno na rynkach rozwijających się (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, czy rynki Krajów Bałtyckich) a także na rynkach rozwiniętych (giełda we Frankfurcie w Niemczech czy New York Stock Exchange oraz NASDAQ)”. Ta różnorodność danych źródłowych stała się podstawą do przetestowania badanych zależności na grupie podmiotów reprezentujących heterogeniczne rynki giełdowych. Wyciągnięte na tej podstawie wnioski cechują się szerszą perspektywą poznawczą oraz możliwością porównania otrzymanych wyników. Przykładowo Habilitantka zaobserwowała, że „(...) *in most cases the relationship between the liquidity of trading and the risk of bankruptcy of a given company on the Warsaw Stock Exchange, the Frankfurt Stock Exchange, and the stock exchanges of the Baltic countries was confirmed.*” (Artykuł 4, s. 574). Ponadto wartością dodaną tak dobranych prób badawczych jest możliwość identyfikowania podobieństw i różnic między rynkami giełdowymi.

Jednocześnie pragnę zwrócić uwagę na pewną nieścisłość zawartą w treści Autoreferatu (s. 18). Habilitantka stwierdza, iż realizowane badania w ramach zgłoszonego cyklu publikacji zostały przeprowadzone również w oparciu o dane pochodzące z Węgier. Natomiast w żadnym artykule nie jest wskazane, aby próba badawcza zawierała dane spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Budapeszcie.

Podsumowując moje uwagi zawarte w drugiej części recenzji pragnę podkreślić, że pomimo przedstawionych powyżej słabości osiągnięcia naukowego znajduję w nim szereg walorów dotyczących merytorycznej strony artykułów wchodzących w skład cyklu publikacji dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej. Podjęto w nim ciekawą i wartą zgłębienia problematykę badawczą mającą dużą wartość poznawczą. Podkreślenia wymagają pogłębione analizy teoretyczne i empiryczne zrealizowane przez

Habilitantkę. Wnioski i spostrzeżenia, wynikające zarówno z przeprowadzonych studiów literatury przedmiotu, jak i wyciągnięte na podstawie badań empirycznych, posiadają istotny wymiar naukowy i praktyczny.

Konkluzja końcowa

W konkluzji stwierdzam, iż recenzowane osiągnięcie naukowe, obejmujące cykl publikacji zatytułowany *Ocena kondycji finansowo-ekonomicznej spółki mierzona za pomocą modeli dyskryminacyjnych jako determinanta wzrostu przedsiębiorstwa*, w stopniu wystarczającym spełnia wymogi sformułowane w 219 ust. 1 pkt 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. 2018 poz. 1668 z późn. zm.). Pozytywnie zatem opiniuję osiągnięcie naukowe dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej ubiegającej się o stopień doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse. Wnoszę jednocześnie o dopuszczenie dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej do dalszych etapów postępowania habilitacyjnego.

dr hab. inż. Marlena Grabowska, prof. PCz

