

Prof. dr hab. Aleksandra Duliniec  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

**Recenzja**  
**rozprawy doktorskiej mgr. Marka Szymańskiego**  
**pt. „Struktura kapitału spółek publicznych w Polsce w okresie przed i po**  
**wybuchu pandemii COVID-19”**  
**napisanej pod kierunkiem naukowym prof. dr. hab. Jerzego Gajdki**

Podstawą opracowania recenzji jest pismo Przewodniczącego Komisji Uniwersytetu Łódzkiego do spraw stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse, prof. dr. hab. Rafała Matery z dnia 10 października 2023 r., w sprawie powołania mnie na recenzentkę rozprawy doktorskiej mgr. Marka Szymańskiego pt. „Struktura kapitału spółek publicznych w Polsce w okresie przed i po wybuchu pandemii COVID-19” w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

**Uwagi ogólne**

Recenzowana rozprawa doktorska mgr. Marka Szymańskiego jest poświęcona analizie struktury kapitału polskich spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i na rynku NewConnect w latach 1997-2021, w szczególności w kontekście podstawowych teorii z tego zakresu. Wybór źródeł finansowania i kształtowanie struktury kapitału to jeden z podstawowych obszarów decyzyjnych w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw, który od dziesięcioleci jest ważnym tematem badawczym, zarówno praktyków, jak i teoretyków. Prowadzone na świecie badania empiryczne są ukierunkowane na zidentyfikowanie głównych czynników wpływających na kształtowanie się struktury finansowania w przedsiębiorstwach i zweryfikowanie podstawowych teorii struktury kapitału. Wyniki tych badań nie są spójne, w związku z tym podejmowane są kolejne próby znalezienia jednoznacznych rozstrzygnięć, która z teorii lepiej opisuje proces podejmowania decyzji w zakresie kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwach i jakie są



podstawowe determinanty tych decyzji. Recenzowana rozprawa doktorska wpisuje się w ten nurt badań naukowych.

Tematyka podjęta w rozprawie mieści się w dyscyplinie ekonomia i finanse. Kształtowanie struktury kapitału, a w szczególności próby optymalizacji tej struktury, są ściśle związane z takimi kategoriami ekonomicznymi, jak wartość przedsiębiorstwa czy koszt kapitału. Dobór źródeł finansowania powinien odzwierciedlać nie tylko cele przedsiębiorstwa, ale także oczekiwania inwestorów kapitału (właścicieli i wierzycieli) co do korzyści odnoszonych z podejmowanych przez nich decyzji inwestycyjnych. Praca ma przede wszystkim charakter empiryczny. Badanie spółek publicznych w Polsce jest poprzedzone bardzo szczegółowym przeglądem literatury światowej, zarówno w zakresie teorii finansów, jak i badań empirycznych struktury kapitału na różnych rynkach.

Tytuł rozprawy: „*Struktura kapitału spółek publicznych w Polsce w okresie przed oraz po wybuchu pandemii COVID-19*” sugeruje, że Doktorant skupił swoje rozważania przede wszystkim na analizie wpływu pandemii na kształtowanie się struktury kapitału w polskich spółkach giełdowych. Lektura rozprawy wskazuje jednak, że badania empiryczne dotyczą długiego okresu (1997-2021) i większość sformułowanych hipotez nie ma w zasadzie większego związku z pandemią (poza H.6).

### **Cele rozprawy i hipotezy badawcze**

We wstępie do rozprawy Doktorant formułuje cel pracy i hipotezy badawcze (hipotezę główną i sześć hipotez cząstkowych) oraz dwa pytania badawcze. Celem rozprawy jest „wskazanie czynników wpływających na strukturę kapitału i weryfikacja wybranych teorii struktury kapitału na danych z okresu przed oraz w trakcie pandemii COVID-19” (s. 8), a hipoteza główna została sformułowana następująco: „podstawowe teorie struktury kapitału, wypracowane w ramach teorii finansów, znajdują odzwierciedlenie w finansowaniu spółek publicznych w Polsce w okresie przed, jak i po wybuchu pandemii...” (s. 9). Sformułowanie celu i hipotezy głównej nasuwają wątpliwości podobne do tej odnoszącej się do samego tytułu pracy. Czy można weryfikować teorie struktury kapitału na podstawie bardzo nietypowego okresu pandemii (według Doktoranta lata 2020 i 2021, choć okres pandemii niewątpliwie obejmował także rok 2022) i porównywać ten okres z bardzo krótkim okresem przed pandemią (lata 2018 i



2019, jak to określił Doktorant na s. 11)? Wydaje się, że zarówno identyfikowanie determinant struktury kapitału i weryfikowanie teorii struktury kapitału powinno być oparte na znacznie dłuższym okresie obserwacji. I tak też jest w rozprawie. Pięć z sześciu hipotez jest weryfikowanych przede wszystkim na podstawie danych panelowych z całego okresu 1997-2021. Z kolei hipoteza szоста dotyczy krótkiego okresu pandemii i ma odpowiedzieć na pytanie, czy „struktura kapitału ma związek ze zmianami poziomu ryzyka akcji tych spółek giełdowych w okresie pandemii COVID-19” (s. 9). Hipoteza ta nie nawiązuje bezpośrednio do celu pracy i stanowi swego rodzaju uzupełnienie, skądinąd ciekawe, głównych wątków rozprawy. Co warto zaznaczyć, badanie wpływu struktury kapitału na ryzyko spółek o okresie pandemii było już wcześniej prowadzone przy udziale Doktoranta (Gajdka, Szymański, 2021).

Podjęcie badań nad strukturą kapitału w polskich spółkach publicznych oraz sformułowanie hipotez badawczych wymagało od Doktoranta dobrej znajomości nie tylko teorii struktury kapitału, ale przede wszystkim dotychczasowego dorobku polskiego i światowego w zakresie wyników badań empirycznych nt. decyzji finansowych w przedsiębiorstwach, wpływających na kształtowanie się struktury finansowania. Lektura rozprawy potwierdza niewątpliwie dużą wiedzę Doktoranta w przedstawionym wyżej zakresie.

### **Ocena merytoryczna rozprawy (struktura pracy i jej zawartość, metody badawcze)**

Recenzowana rozprawa liczy 240 stron i składa się z czterech rozdziałów, wstępu i zakończenia. Bibliografia pracy jest bardzo bogata; zawiera około 350 pozycji, głównie artykułów i pozycji książkowych, zarówno polsko-, jak i angielskojęzycznych. Struktura pracy jest przejrzysta i logiczna.

We wstępie do rozprawy została szczegółowo zarysowana tematyka pracy i problem badawczy. Sformułowano cele i hipotezy badawcze, co zostało już opisane w tej recenzji oraz przedstawiono poszczególne etapy badań empirycznych. Do weryfikacji hipotez oraz uzyskania odpowiedzi na pytania badawcze zostały zastosowane metody analizy statystycznej z wykorzystaniem modeli panelowych, co nie budzi żadnych wątpliwości.



W pierwszym rozdziale pracy Doktorant prezentuje poglądy różnych autorów na temat istoty kapitału w przedsiębiorstwie, zróżnicowane klasyfikacje źródeł finansowania oraz ogólny przegląd podstawowych podejść teoretycznych dotyczących kształtowania struktury kapitału. Brakuje w tym wprowadzającym rozdziale wyraźnej, jednoznacznej opinii Doktoranta na temat definiowania kapitału obcego, co jest kluczowe dla podjętych badań empirycznych.

Utożsamianie lub różnicowanie pojęć „kapitał obcy” i „zobowiązania ogółem” jest dość powszechnym problemem w zakresie badań nad strukturą kapitału; różni autorzy stosują tu różne podejścia. Ma to też wpływ na klasyfikację źródeł finansowania przedsiębiorstw. Wydaje się, że trudno utożsamiać kapitał obcy przedsiębiorstwa, którego cechy są opisane m.in. na ss. 35-36 ze wszystkimi zobowiązaniami przedsiębiorstwa. Wątpliwości budzi przede wszystkim zaliczanie kredytu kupieckiego do źródeł krótkoterminowego kapitału obcego (por. zestawienie na s. 22). Doktorant nie konfrontuje ze sobą i nie komentuje cytowanych źródeł. Na kształtowanie się nieoprocenowanych krótkoterminowych zobowiązań handlowych (kredytu kupieckiego) wpływają, jak się wydaje, nieco inne czynniki niż na zaciąganie kredytów krótkoterminowych czy emisję krótkoterminowych papierów dłużnych. Kredyt kupiecki nie dostarcza przedsiębiorstwu środków finansowych, jest jedynie odroczeniem płatności z tytułu dostaw i usług. To ważne źródło finansowania, ale nie źródło kapitału obcego. W ramach badania determinant struktury finansowania, przy definiowaniu zmiennej zależnej można przyjąć relację zobowiązań ogółem do aktywów ogółem lub wartości przedsiębiorstwa (w pracy nazywaną wskaźnikiem zadłużenia ogólnego, s. 125-126 oraz s.132). Jednakże przy weryfikacji teorii struktury kapitału może to prowadzić do zniekształcenia otrzymywanych wyników. Autor co prawda przy weryfikacji modelu MM użył innej definicji struktury kapitału, z wykorzystaniem jedynie zobowiązań oprocentowanych, ale do testowania pozostałych teorii stosowany jest wskaźnik zadłużenia ogółem (np. s. 208 i następne).

Rozdział drugi zawiera bardzo obszerne omówienie badań prowadzonych w Polsce i na świecie dotyczące determinant struktury kapitału i teorii w tym zakresie. Mgr Szymański wykazał się bardzo dobrą znajomością literatury przedmiotu z zakresu problematyki, która jest przedmiotem rozprawy doktorskiej. Szkoda jednak, że Doktorant w zestawieniu (tab. 10, ss. 67-68) nie uwzględnił wyników badań nad determinantami struktury kapitału polskich spółek giełdowych w latach 2002-2015



przeprowadzonych przez dr Natalię Świdę („Corporate capital structure dilemmas in Poland”, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2021), gdzie do pomiaru wskaźnika zadłużenia użyto księgowo wartości zobowiązań oraz, co warto podkreślić, rynkowe wartości kapitału własnego (s. 52 wskazanej wyżej monografii).

Przeprowadzenie takiego pogłębionego przeglądu dotychczasowych badań nad teorią struktury kapitału umożliwiło Doktorantowi bardziej szczegółowe zaprezentowanie cząstkowych hipotez badawczych (pkt. 2.8 rozprawy). Jest to dobrze przemyślany, ważny fragment pracy, który stanowi bazę dla podjętych badań empirycznych. Hipotezy cząstkowe H.1, H.3, H.4 i H.5 zostały uzupełnione dodatkowo o hipotezy szczegółowe, które ukierunkowały przeprowadzone następnie badania empiryczne polskich spółek publicznych notowanych na GPW i NC w latach 1997-2021.

W rozdziale trzecim została szczegółowo scharakteryzowana próba badawcza i metodyka badania. Badania przeprowadzono na podstawie danych finansowych spółek publicznych notowanych na rynku giełdowym GPW i w alternatywnym systemie obrotu NewConnect (dane panelowe za lata 1997-2021 z bazy Notoria). Przyjęta próba badawcza nasuwa pewne wątpliwości, w szczególności w związku z włączeniem do badań spółek z NC. Po pierwsze, alternatywny system obrotu powstał dopiero w 2007 r., a więc okres obserwacji jest znacznie krótszy niż dla spółek giełdowych i warto byłoby jeszcze skrócić go o parę początkowych lat funkcjonowania tego segmentu rynku (rozruch, duża niestabilność notowań). Po drugie, mgr Szymański pomija w swoich rozważaniach fakt, że NewConnect nie jest rynkiem giełdowym; notowane w tym segmencie rynku kapitałowego podmioty to spółki o szczególnej charakterystyce (wyłącznie małe i średnie, najczęściej w początkowych fazach rozwoju, charakteryzujące się wysokim ryzykiem funkcjonowania), co może mieć wpływ na kształtowanie się wskaźnika zadłużenia tych spółek. Mgr Szymański nie nawiązuje w pracy do tych problemów.

Próba badawcza dla spółek GPW (606) w latach 1997-2021 była większa niż średnia (372) liczba spółek notowanych na tym rynku w tym czasie. Oznacza to, że nie wszystkie spółki były notowane w całym badanym okresie, a łączna liczba obserwacji (8175) jest zbiorem niezbilansowanym, tzn. liczba obserwacji różni się dla każdej spółki. Podobnie jest w przypadku spółek notowanych na NewConnect.



W rozdziale trzecim jest zawarty także opis metod i modeli wykorzystanych w poszczególnych etapach badania, tj. w ramach identyfikacji determinant struktury kapitału oraz weryfikacji poszczególnych teorii struktury kapitału. Wykorzystano przede wszystkim modele regresji wielorakiej oraz modele regresji liniowej. Metodologię badań przeprowadzonych przez mgr. Szymańskiego należy uznać za prawidłową.

Rozdział czwarty jest bardzo szczegółowym opisem wszystkich wyników badań przeprowadzonych przez Doktoranta. Badania empiryczne były kompleksowe; uwzględnione zostały różne aspekty teoretyczne i praktyczne kształtowania się struktury kapitału w spółkach publicznych w Polsce w długim, 25-letnim okresie. Ponadto, badania zostały przeprowadzone w podziale na bardzo zróżnicowane grupy i podgrupy podmiotów, okresów, czynników, a także różne definicje analizowanych zmiennych. Zbadano spółki publiczne notowane na GPW i NC; oprócz analiz obejmujących cały okres obserwacji, wyróżniono także dwa podokresy: dwa lata bezpośrednio przed i dwa lata po ogłoszeniu pandemii. Analizowano całkowity wskaźnik zadłużenia albo w ujęciu księgowym albo rynkowym, jak również w rozbiciu na zadłużenie całkowite, wyłącznie zadłużenie długookresowe lub krótkookresowe. Jako determinanty struktury kapitału testowano istotność 21 czynników w podziale na cztery grupy: czynniki mikroekonomiczne, branżowe, makroekonomiczne oraz otoczenia gospodarczo-instytucjonalnego. Klasyfikacje te znajdowały zastosowanie na poszczególnych etapach prowadzonych badań. Taka rozbudowana analiza problemu badawczego jest niewątpliwie bardzo istotnym atutem recenzowanej rozprawy i świadczy o rzetelności badawczej i pracowitości Doktoranta. Omówienie wyników badań przy przyjętym zróżnicowaniu podejść skutkuje niestety pewnym niedostatkim przejrzystości prezentacji. Liczne tabele podsumowujące wyniki na kolejnych etapach badań (np. tab. 35, ss. 177-178 czy tab. 44, ss. 187-188, itp.) są mało czytelne; w wielu przypadkach brakuje bardziej rozbudowanego komentarza Autora. Nie podważa to jednak pozytywnej oceny osiągnięć badawczych mgr. Szymańskiego.

W zakończeniu pracy przedstawiono podsumowanie przeprowadzonych badań empirycznych struktury kapitału w spółkach publicznych w Polsce i uzyskane wyniki. Cele pracy zostały zrealizowane. Zidentyfikowano główne czynniki wpływające na wskaźnik zadłużenia i oceniono istotność statystyczną badanych zależności. Pozwoliło to pozytywnie zweryfikować hipotezę H.1. Pozytywnie zweryfikowano także hipotezy



H.2 i H.6. Pozostałe hipotezy: H.3, H.4 i H.5 nie zostały w pełni potwierdzone albo zostały odrzucone. Oznacza to, że główna hipoteza rozprawy nie została w całości zweryfikowana pozytywnie, ale jedynie częściowo. Żadna z testowanych teorii struktury kapitału nie wyjaśnia w pełni kształtowania się wskaźników zadłużenia w polskich spółkach publicznych, co zresztą nie jest zaskoczeniem w kontekście dotychczasowych wyników badań w tym zakresie na świecie.

Od strony redakcyjnej praca nie budzi poważniejszych zastrzeżeń, poza drobnymi błędami językowymi i interpunkcyjnymi.

### **Konkluzja recenzji**

Przedstawione w recenzji uwagi merytoryczne, w znacznym stopniu o charakterze dyskusyjnym, nie podważają ogólnej pozytywnej oceny rozprawy. Wnikliwa analiza tekstu pracy upoważnia do stwierdzenia, że rozprawa doktorska przygotowana przez mgr. Marka Szymańskiego pt. *„Struktura kapitału spółek publicznych w Polsce w okresie przed i po wybuchu pandemii COVID-19”* stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, w szczególności ze względu na kompleksowość podejścia do weryfikacji teorii struktury kapitału w polskich spółkach publicznych i długi okres badawczy. Doktorant wykazał się w pracy ogólną wiedzą teoretyczną w dyscyplinie ekonomia i finanse, erudycją oraz odpowiednim warsztatem badawczym, umożliwiającym samodzielne prowadzenie pracy naukowej.

W świetle powyższych opinii, stwierdzam, że rozprawa doktorska mgr. Marka Szymańskiego spełnia wymogi merytoryczne i formalne określone w art. 187 ust. 1. i 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. - Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2023 r. poz. 742) i w związku z tym wnoszę o jej przyjęcie i dopuszczenie Doktoranta do publicznej obrony przedłożonej rozprawy.

Warszawa, 2 stycznia 2024 roku