

Prof. dr hab. Dariusz Zarzecki
Instytut Ekonomii i Finansów
Katedra Finansów i Bankowości
Uniwersytet Szczeciński

Szczecin, 12.01.2024

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr. Marka Szymańskiego pt.
„Struktura kapitału spółek publicznych w Polsce
w okresie przed oraz po wybuchu pandemii COVID-19”**

Promotor: prof. dr hab. Jerzy Gajdka

Promotor pomocniczy: dr Rafał Wolski

Łódź 2023, stron 266

1. Problem badawczy, cele i hipotezy

Przedmiotem niniejszej recenzji jest rozprawa doktorska mgr. Marka Szymańskiego pt. „Struktura kapitału spółek publicznych w Polsce w okresie przed oraz po wybuchu pandemii COVID-19” napisana pod kierunkiem prof. dr. hab. Jerzego Gajdki oraz promotora pomocniczego dr. Rafała Wolskiego.

Zadeklarowanym przez Autora 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). Realizując tak sformułowany cel Autor dokonał analizy literatury przedmiotu z zakresu teorii struktury kapitału i finansów przedsiębiorstw, omówił badania nad strukturą kapitału zaprezentowane w literaturze polskiej i światowej oraz przeprowadził własne badania empiryczne.

Doktorant sformułował hipotezę główną, która stanowi, że „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 COVID-19”. W celu weryfikacji hipotezy głównej Autor zaproponował dodatkowo 6 hipotez cząstkowych (s. 9):

- H.1 Czynniki mikroekonomiczne, makroekonomiczne oraz otoczenia gospodarczo-instytucjonalnego mają istotny statystycznie związek ze strukturą kapitału polskich spółek publicznych.
- H.2 Wzrost zadłużenia ma ujemny wpływ na średni ważony koszt kapitału.
- H.3 Teoria hierarchii źródeł finansowania wyjaśnia kształtowanie struktury kapitału polskich spółek publicznych.
- H.4 Teoria substytucji wyjaśnia kształtowanie struktury kapitału polskich spółek publicznych.
- H.5 Teoria wyczucia rynku wyjaśnia kształtowanie struktury kapitału polskich spółek publicznych.
- H.6 Struktura kapitału ma związek ze zmianami poziomu ryzyka akcji spółek giełdowych w okresie pandemii COVID-19.

Oprócz hipotezy głównej i hipotez cząstkowych Doktorant wskazał dwa pytania badawcze, które zostały zadane w przypadku, gdzie dotychczasowy dorobek badawczy nie pozwalał na sformułowanie hipotezy:

- P.1 Jak zmieniała się struktura kapitału polskich spółek publicznych w latach 1997-2021?
- P.2 W jaki sposób zadłużenie spółek giełdowych zmieniło się w trakcie pandemii?

2. Układ pracy

Struktura pracy jest odpowiednia do postawionego celu, przyjętych hipotez i zadanych pytań badawczych. Licząca 266 stron rozprawa składa się ze wstępu, czterech rozdziałów, zakończenia, stosownych spisów (bibliografii, rysunków, tabel) oraz załączników. Wstęp zawiera uzasadnienie wyboru tematu pracy w świetle najczęściej opisywanych i dyskutowanych teorii struktury kapitału, określenie celu rozprawy, a także przedstawienie przyjętych hipotez (hipotezy głównej i sześciu hipotez cząstkowych) i pytań badawczych. W rozdziale pierwszym dysertacji omówiono najważniejsze kwestie dotyczące problematyki kapitału. Przedstawiono definicje i funkcje kapitału w przedsiębiorstwie, a następnie opisano koszt kapitału i związane z nim ryzyko oraz dokonano klasyfikacji źródeł finansowania. W dalszej części omówiono poszczególne teorie struktury kapitału, zaczynając od początkowych badań nad strukturą kapitału, prowadzonych

przez Duranda, i podejścia zaproponowanego przez Millera i Modiglianiego. Następnie przedstawiono ewolucję teorii struktury kapitału, opisując m.in. teorie: kosztów bankructwa, substytucji, kosztów agencji, asymetrii informacji, hierarchii źródeł finansowania oraz sygnalizacji. Zakończenie tej części rozprawy zawiera prezentację najmłodszej teorii struktury kapitału – teorii *market timing*.

W rozdziale drugim omówiono ważniejsze badania prowadzone nad strukturą kapitału i opisano hipotezy badawcze. W pierwszej części rozdziału przywołano badania nad strukturą kapitału przeprowadzone na długoterminowych szeregach czasowych, a następnie przedstawiono sposoby pomiaru struktury kapitału występujące w badaniach empirycznych. Następnie dokonano przeglądu badań nad czynnikami wpływającymi na strukturę kapitału. Dalej omówiono badania prowadzone w ramach różnych teorii struktury kapitału (istotność struktury kapitału i jej wpływ na wartość przedsiębiorstwa, teoria hierarchii źródeł finansowania, teoria substytucji, teoria wycucia rynku). Kolejny podrozdział stanowi próbę oceny wpływu pandemii COVID-19 na strukturę kapitału. Rozdział kończy przedstawienie hipotez i pytań badawczych wypracowanych na podstawie opisanych teorii struktury kapitału i przeglądu badań empirycznych.

W rozdziale trzecim scharakteryzowano dane empiryczne i opisano zastosowaną metodykę badania opierającą się na metodach analizy statystycznej. Przeprowadzone przez Doktoranta badanie empiryczne zostało podzielone na cztery etapy (s. 10-11):

- 1) badanie tendencji zmian struktury kapitału,
- 2) identyfikacja wewnętrznych i zewnętrznych determinant struktury kapitału przy wykorzystaniu modeli panelowych,
- 3) weryfikacja teorii struktury kapitału:
 - a) Millera-Modiglianiego w wersji z podatkami (MM),
 - b) hierarchii źródeł finansowania (*Pecking Order Theory*, POT),
 - c) substytucji (*Trade-Off Theory*, TOT),
 - d) wycucia rynku (*Market Timing*, MT),
 z wykorzystaniem statycznych i dynamicznych modeli panelowych,
- 4) wpływ pandemii COVID-19 na strukturę kapitału.

W próbie badawczej znalazły się spółki notowane na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) oraz spółki notowane na rynku NewConnect (NC). Dane finansowe dotyczące badanych spółek zaczerpnięto ze sprawozdań finansowych znajdujących się w bazie danych Notoria. Badania obejmują okres 1997-2021 – jest to, jak Doktorant zaznacza we *Wstępie*, maksymalny zakres czasowy oferowany przez serwis Notoria). Próba badawcza objęła



606 spółek z GPW, gdzie łączna liczba obserwacji wyniosła 8 175, oraz 484 spółek z rynku NC, gdzie łączna liczba obserwacji wyniosła 4 420 (s. 11).

Każdy z etapów badania został przeprowadzony oddzielnie dla spółek z GPW i NC oraz w podziale na cały okres badania i okres pandemii, tj. dla GPW badano w okresie 1997-2021 oraz w podziale na okres przed pandemią (lata 2018 i 2019) i okres pandemii (lata 2020 i 2021); dla spółek z NC badano w okresie 2007-2021 oraz w podziale na okres przed pandemią (lata 2018 i 2019) i okres pandemii (lata 2020 i 2021). Jako miarę struktury kapitału wykorzystano księgowy wskaźnik zadłużenia oraz rynkowy wskaźnik zadłużenia.

W ostatnim rozdziale Autor przedstawił wyniki wykonanych badań empirycznych i dokonał ich interpretacji w świetle postawionych hipotez i pytań badawczych. Po każdym etapie badania odniesiono się do postawionych hipotez i pytań badawczych. Rozdział ten kończy podsumowanie wyników.

W dziesięciostronicowym Zakończeniu Autor zrekapitulował najważniejsze wyniki, ustalenia i wnioski wypracowane w ramach dysertacji. Wskazał również co stanowi, Jego zdaniem, nowy wkład w istniejącą wiedzę na temat struktury kapitału polskich przedsiębiorstw. W spisie literatury wykazano około 350 pozycji, wydanych zarówno w języku polskim jak i angielskim, a także 4 akty prawne i 8 źródeł internetowych.

3. Ocena problematyki badawczej, stopnia oryginalności problemu naukowego, poprawności sformułowania celu, hipotez i układu pracy

Będąca przedmiotem rozprawy problematyka badawcza jest niezmiennie ważna. Określenie struktury kapitału jest jedną z najważniejszych kwestii w obszarze finansów przedsiębiorstw już od ponad 70 lat. Fundamentalne twierdzenie dotyczące struktury kapitału opracowane przez Modiglianiego-Millera (MM) na przełomie lat 50. i 60. XX wieku było kamieniem milowym w rozwoju teorii finansów przedsiębiorstw i przez kolejne dekady stanowiło przedmiot nieustających dyskusji i polemik. Między innymi za to osiągnięcie Franco Modigliani i Merton Miller zostali uhonorowani Nagrodą Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii (Modigliani w 1985 roku, a Miller w 1990 roku). Pojawiło się mnóstwo badań, tudzież nowe teorie struktury kapitału próbujące wyjaśnić w jaki sposób przedsiębiorstwa podejmują decyzje związane z finansowaniem działalności. Konkurujące, a czasami uzupełniające się teorie struktury kapitału starają się udzielić odpowiedzi na dwa kluczowe pytania:

- czy i jak struktura kapitału wpływa na wartość rynkową przedsiębiorstwa,



- czy istnieje optymalna struktura kapitału, czyli taka, która zapewnia równowagę między korzyściami a ryzykiem, maksymalizując wartość spółki.

Można uznać, że każda próba odpowiedzi na powyższe pytania, szczególnie w świetle zmian jakie następują w gospodarce światowej, oraz z uwzględnieniem specyfiki poszczególnych krajów, jest godna uwagi i poparcia. Badania zaprojektowane i przeprowadzone przez mgr. Marka Szymańskiego pod kierunkiem prof. dr. hab. Jerzego Gajdki i dr. Rafała Wolskiego mające na celu wskazanie czynników wpływających na strukturę kapitału i weryfikację wybranych teorii struktury kapitału na danych z okresu przed oraz w trakcie pandemii COVID-19 w spółkach publicznych w Polsce stanowią kompleksową, spójną, oryginalną, twórczą i w wielu aspektach pionierską próbę zmierzenia się problematyką struktury kapitału oraz wzbogacenia polskiego i światowego dorobku w zakresie teorii struktury kapitału.

Problem badawczy, cel, hipotezy i układ pracy zostały sformułowane poprawnie. Całość stanowi spójną, logiczną i przekonującą koncepcję badań opartą na wiodącej literaturze przedmiotu, z właściwie dobranymi i wykorzystanymi metodami oraz prawidłowym wnioskowaniem.

4. Ocena merytoryczna rozprawy – znaczenie rozprawy i jej walory naukowe oraz dostrzeżone uchybienia i wątki dyskusyjne

Celem pracy było wskazanie czynników wpływających na strukturę kapitału i weryfikacja wybranych teorii struktury kapitału na danych z okresu przed oraz w trakcie pandemii COVID-19. Cel ten został osiągnięty przede wszystkim dzięki własnym badaniom empirycznym, których metodykę przedstawiono w rozdziale trzecim, a wyniki w czwartym.

W rezultacie przeprowadzonych rozważań i badań, poszerzono i pogłębiono wiedzę na temat struktury kapitału i czynników na nią wpływających w odniesieniu do polskich spółek notowanych na GPW i NC. Unikalne i pionierskie są z pewnością badania dotyczące kompleksowej weryfikacji teorii struktury kapitału polskich spółek giełdowych. Zakres badań jest rzeczywiście imponujący i moim zdaniem przedstawiony dorobek empiryczny mógłby posłużyć do zredagowania kilku osobnych rozpraw doktorskich. Wartością pracy jest wyjątkowo długi okres badawczy, co wzbogaca wiedzę w zakresie finansów przedsiębiorstw, bowiem zdecydowana większość dotychczasowych badań dotyczących polskich spółek publicznych wykorzystywała krótsze szeregi czasowe. Godne podkreślenia jest również zastosowanie w badaniach dwóch alternatywnych mierników struktury kapitału, tzn. wskaźnika opartego na

danych księgowych oraz wskaźnika opartego na danych rynkowych (w zakresie kapitału własnego).

Ważnym, ciekawym i oryginalnym wkładem Doktoranta do rozwoju wiedzy w obszarze finansów przedsiębiorstw jest bez wątpienia dokonana weryfikacja teorii struktury kapitału na danych z okresu przed i po pandemii COVID-19. Na podstawie przeprowadzonych badań Autor sformułował siedem wniosków ogólnych (s. 237-239) będących rekapitulacją zarówno rozważań teoretycznych jak i badań empirycznych (w tym przede wszystkim kompleksowych badań własnych). Wnioski te są interesujące poznawczo, poszerzają wiedzę. Będą również z pewnością inspiracją do kolejnych badań nad strukturą kapitału w polskich spółkach.

Godny podkreślenia jest bardzo szeroki zakres przeprowadzonych badań, którymi objęto oddzielnie spółki notowane na głównym rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) oraz spółki notowane na rynku NewConnect (NC) będącym platformą obrotu działającą poza rynkiem regulowanym w formule Alternatywnego Systemu Obrotu. Jako miarę struktury kapitału wykorzystano zarówno księgowy jak i rynkowy wskaźnik zadłużenia. Uwzględniono dwa zakresy czasowe: 1) pełny okres badawczy (dla spółek GPW lata 1997-2021, dla spółek NC lata 2007-2021) oraz 2) okres związany z pandemią COVID-19 (okres bezpośrednio przed pandemią, lata 2018 i 2019, oraz okres pandemii, lata 2020 i 2021). Z oczywistych względów czwarty etap – struktura kapitału a wpływ pandemii COVID-19 na ryzyko spółek – nie obejmował pełnego zakresu badawczego.

Dane finansowe dotyczące badanych spółek zaczerpnięto z rocznych sprawozdań finansowych znajdujących się w bazie danych Notoria. Badania obejmują okres 1997-2021 – jest to, jak Doktorant zaznacza we Wstępie, maksymalny zakres czasowy oferowany przez serwis Notoria. Próba badawcza objęła 606 spółek z GPW, gdzie łączna liczba obserwacji wyniosła 8.175, oraz 484 spółek z rynku NC, gdzie łączna liczba obserwacji wyniosła 4.420 (s. 124).

W części badań obliczenia zostały przeprowadzone w podziale na następujące sektory (zgodnie z klasyfikacją przyjętą m.in. przez GPW): paliwa i energia, chemia i surowce, produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa, dobra konsumpcyjne, handel i usługi, ochrona zdrowia, technologie. Oprócz księgowego (BL) i rynkowego (ML) wskaźników zadłużenia, Doktorant wykorzystał osiem zmiennych finansowych poziomu mikro, cztery zmienne na poziomie sektora, cztery zmienne makroekonomiczne oraz sześć zmiennych gospodarczo-instytucjonalnych (s. 126-128).

Odpowiedzi udzielone na postawione dwa pytania badawcze (P.1 Jak zmieniała się struktura kapitału polskich spółek publicznych w latach 1997-2021? oraz P.2 W jaki sposób zadłużenie spółek giełdowych zmieniło się w trakcie pandemii?) są interesujące poznawczo, choć trudno

uznać je za odkrywcze. Główne wnioski są takie, że średni wskaźnik D/V dla spółek notowanych na GPW 2007-2021 był bardzo stabilny i oscylował wokół 50%, natomiast ten sam wskaźnik w przypadku spółek obecnych na NC systematycznie wzrastał w latach 2011-2019, aby w następnych latach nieznacznie spaść (rysunek 7). Natomiast średnie wartości wskaźników zadłużenia w okresie pandemii w przypadku spółek notowanych na obu parkietach zasadniczo nie zmieniały się (wahania w poszczególnych kwartałach są nieznaczne).

Badania dotyczące determinant struktury kapitału w okresie 1997-2021 są w całości interesujące i poprawne metodycznie. Wnioski są generalnie poprawne, aczkolwiek zasadniczą wątpliwość budzi wniosek, że „wraz ze wzrostem kredytów udzielonych przez banki zadłużenie spółek NC maleje i jest to oszacowanie istotne statystycznie na poziomie istotności $\alpha=0,01$ ” (s. 171). Doktorant próbuje wyjaśnić tę oczywistą nielogiczność stwierdzając, że „ujemna zależność między wartością udzielonych kredytów a poziomem zadłużenia badanych spółek może wynikać z charakteru samej zmiennej – wartość udzielonych kredytów przez banki obejmuje kredyty udzielane wszystkim podmiotom, a nie tylko spółkom giełdowym”. Należałoby chyba dodać, że – w przypadku omawianego modelu – nie tylko spółkom notowanym na NC. Jeśli Autor rzeczywiście zgadza się z takim wyjaśnieniem ujemnego znaku przy tej zmiennej objaśniającej, to taką zmienną trzeba byłoby usunąć bądź zmodyfikować (tylko kredyty udzielone spółkom notowanym na NC).

Należy również zadać pytanie o przyczyny odmiennych znaków w oszacowanych parametrach przy zmiennej NDTs w modelach regresji, w których zmienną objaśnianą jest księgowy wskaźnik zadłużenia (BL – tabela 27) oraz rynkowy wskaźnik zadłużenia (ML – tabela 28). W obu ujęciach i we wszystkich modelach oszacowania tego parametru są istotne statystycznie na poziomie odpowiednio 0,05 (wskaźnik BL) i 0,01 (wskaźnik ML). Autor nie odniósł się do tej sprzeczności – poza krótkim potwierdzeniem jej wystąpienia (s. 178). Podobna wątpliwość (odmienne znaki przy istotnych statystycznie parametrach) odnosi się do zmiennych UNPML i BA_GDP (s. 162 i 164). Trudno zaakceptować diametralnie różny wpływ tych samych czynników na to samo zjawisko (wskaźnik zadłużenia) w zależności od sposobu pomiaru zmiennej zależnej.

Weryfikacja modelu MM w wersji z podatkami (s. 182-184) opiera się na równaniu 7 (s. 137 i 182), w którym zmienną niezależną jest koszt kapitału zdefiniowany jako relacja zysku netto plus odsetki do zobowiązań oprocentowanych plus kapitał własny (wyrażony jako wartość księgową i alternatywnie rynkową). Autor stwierdza, że „taki sposób szacunku kosztu kapitału Miller i Modigliani uznali za dość „surowy”, jednak nieobciążony błędem systematycznym i wystarczający dla badania znaku korelacji. Zatem średni ważony koszt kapitału wyznaczono jako

iloraz między dochodami uzyskanymi łącznie przez inwestorów, tj. zarówno akcjonariuszy jak i wierzycieli, a wartością całkowitą spółki”. Mam fundamentalną wątpliwość czy tak określona formuła szacuje rzeczywiście kategorię określaną współcześnie mianem „koszt kapitału”. Jest to raczej policzony w dwóch wariantach wskaźnik ROCE (w liczniku z zyskiem netto i odsetkami zamiast EBIT), zmieniający się wraz z wynikami osiąganymi przez spółki w poszczególnych okresach. Tymczasem koszt kapitału to minimalna oczekiwana stopa zwrotu, raczej stabilna w czasie. W rzeczywistości badana jest więc zależność pomiędzy ROCE a wskaźnikiem zadłużenia. ROCE w poszczególnych okresach zwykle waha się, czasami bardzo znacząco. Tymczasem oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu (koszt kapitału) pozostaje na zbliżonym poziomie.

W świetle uzyskanych przez Doktoranta wyników badań testujących teorie struktury kapitału (s. 136-215) nie można jednoznacznie wskazać, która z teorii w sposób przesądający opisuje zmiany kształtowania struktury kapitału przez publiczne spółki giełdowe w Polsce (s. 215). Autor wykazał, że podczas pandemii COVID-19 na rynku GPW wszystkie trzy z uwzględnionych w badaniu rodzajów ryzyka wzrastały. Natomiast w okresie pandemii na rynku NC można było zaobserwować istotny statystycznie przyrost ryzyka całkowitego i systematycznego (216-223). Doktorant podkreśla, że różnice między GPW a NC mogą być wynikiem różnego stopnia efektywności tych rynków.

We *Wstępie* Autor stwierdza, że „rozprawę kończy podsumowanie wyników” (s. 11). W rzeczywistości rozprawę kończy zamieszczone na s. 231-240 *Zakończenie*. Natomiast podrozdział pt. *Podsumowanie wyników* stanowi ostatnią część rozdziału czwartego (s. 223-230). W podrozdziale tym znalazło się podsumowanie wyników badań empirycznych, natomiast w *Zakończeniu* zamieszczono podsumowanie całej pracy, a przede wszystkim wnioski ogólne z rozprawy oraz wskazanie nowego wkładu pracy w istniejącą wiedzę na temat struktury kapitału polskich przedsiębiorstw. Mamy więc pewien dualizm w prezentacji wniosków i oczywiście pominięcie w końcowej części *Wstępu* wskazania najważniejszej części rozprawy jaką wydaje się być *Zakończenie*.

Na s. 6 Autor stwierdza, że „liczne badania prowadzone są nad czynnikami, które mogą wpływać na kształt struktury kapitału”. Nie brzmi to dobrze. Należałoby raczej napisać, że „prowadzonych jest wiele badań nad czynnikami, które mogą wpływać na strukturę kapitału”. Ewentualnie „prowadzone są liczne badania nad czynnikami, które mogą wpływać na strukturę kapitału”.

Niezbyt zręcznie brzmi pierwsza z przywołanych definicji kapitału, według której „(...) kapitał to dobra kapitałowe, które nie są na bieżąco konsumowane” (s. 13-14). Nie wyjaśniono czym są „dobra kapitałowe”. Jest to co prawda cytata z encyklopedii bankowości i finansów, ale na

tyle niefortunny, że chyba lepiej byłoby go pominąć. W trzecim z pięciu podstawowych znaczeń przypisywanych zdaniem Autora pojęciu kapitał nie podano definicji. Stwierdza się tylko, że „(...) w analizach biznesowych kapitał dzielony jest na kapitał trwały i pracujący” (s. 14). Jest to rzeczywiście często występujący podział. W polskiej literaturze używa się również terminu „kapitał obrotowy”, który wydaje się lepiej oddawać sens tej kategorii. Czy określenie „pracujący” miałyby implikować, że kapitał trwały jest niepracujący?

Odwołując się do znanej pracy S. Pratta, R. Grabowskiego, *Cost of Capital. Applications and Examples*, Doktorant wskazuje “kilka cech kosztu kapitału”, w tym, że „jest funkcją inwestycji”. Nie omawia jednak tych cech (s. 16), w tym tej, która wskazuje, iż koszt kapitału zależy od przeznaczenia funduszy, a nie źródła pochodzenia.

W tabeli 3 jako wewnętrzne źródło finansowania przedsiębiorstwa pojawia się „Fundusz amortyzacyjny” (s. 22). Nie ma współcześnie takiego funduszu i takiego źródła finansowania. Amortyzacja nie jest bezpośrednim źródłem środków finansowych, gdyż sama w sobie nie przynosi środków pieniężnych. Jest to koszt niepieniężny zmniejszający kwotę dochodu podlegającego opodatkowaniu, co z kolei może obniżyć podatek dochodowy. Nie jest prawdziwe stwierdzenie, że „jeśli w danym momencie nie istnieje potrzeba reinwestycji środków pozyskanych z odpisów amortyzacyjnych, środki te akumulowane są w postaci odpisu amortyzacyjnego” (s. 24). Odpisy są dokonywane zgodnie z planem amortyzacji sporządzanym w przedsiębiorstwie. Są to koszty nie będące wydatkami. Nie ma natomiast czegoś takiego jak „środki pozyskane z odpisów amortyzacyjnych”. Skoro nie ma „środków pozyskanych z odpisów amortyzacyjnych”, to nie można ich akumulować.

Omawiając kapitały własne Autor stwierdza, że „w spółce akcyjnej kapitał zakładowy powinien wynosić co najmniej 100 tys. złotych” (s. 28). Jest to prawda, aczkolwiek należałoby dodać, że w przypadku założenia tzw. prostej spółki akcyjnej (PSA) wystarczy 1 zł kapitału.

W zakończeniu podrozdziału 1.3. Teorie struktury kapitału Autor stwierdza, że „podsumowaniem rozważań o teorii struktury kapitału jest tabela 5, w której przedstawiono ewolucję głównych poglądów” (s. 53). W tabeli pt. Ewolucja teorii struktury kapitału podano bardzo syntetyczną charakterystykę każdej z omówionych teorii. Zabrakło tutaj rzeczywistego podsumowania tych teorii w kontekście obecnej praktyki gospodarczej na świecie i w Polsce.

Strona formalna nie budzi większych zastrzeżeń, wyłączając nieliczne literówki i błędy interpunkcyjne (np. na s. 7, 45, 48, 57, 60, 159, 171). Wydaje się, że tabela 5, którą rozdzielono na dwóch stronach mogłaby być zamieszczona w całości na jednej stronie (53 lub 54). Jak już wskazano wcześniej, Doktorant w kilku miejscach używa niefortunnego, moim zdaniem, określenia „kształt struktury kapitału” (s. 10, 55, 70) zamiast po prostu „struktura kapitału”. W

tabeli 6 (na s. 57) EBIT opisano jako „zysk przed opodatkowaniem i podatkami” (powinno być „zysk przed uwzględnieniem odsetek i podatku dochodowego”). Ten sam błąd wystąpił w opisie EBITDA.

Generalny wniosek z przeprowadzonych badań jest taki, że nie można wskazać, która z teorii w sposób jednoznaczny opisuje zmiany kształtowania struktury kapitału przez spółki publiczne w Polsce. Brak jednoznacznego wskazania jednej teorii wyjaśniającej strukturę kapitału polskich spółek giełdowych wynika ze złożoności problematyki struktury kapitału, a także z obiektywnych trudności w badaniu różnych teorii. Oznacza to potrzebę prowadzenia dalszych badań w tym zakresie.

5. Ocena ogólnej wiedzy teoretycznej Kandydata w dyscyplinie ekonomia i finanse i ocena umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej

Kandydat wykazał się dużą wiedzą w dyscyplinie ekonomia i finanse. Jest dobrze zaznajomiony z problematyką finansów przedsiębiorstw. Umiejętnie posługuje się metodami statystycznymi, potrafi identyfikować związki przyczynowo-skutkowe i dokonywać wynikających z rozważań i badań uogólnień. Doktorant wykazał się również szeroką wiedzą w zakresie teorii struktury kapitału. Z uwagi na zależność struktury kapitału przedsiębiorstw od różnych czynników – nie tylko mikroekonomicznych, ale także makroekonomicznych, sektorowych, otoczenia gospodarczo-instytucjonalnego itd. – Doktorant musiał wykazać się odpowiednią wiedzą i skorzystać również z dorobku innych dyscyplin szczegółowych, m.in. takich jak: makroekonomia, ekonomia przedsiębiorstwa i ekonomiki sektorowe, rachunkowość, bankowość. Bardzo mocną stroną Kandydata jest znajomość statystyki i ekonometrii – kompetentnie i rzetelnie wykorzystuje poszczególne metody ilościowe, w tym modele regresji i testy statystyczne.

Szeroka wiedza Autora w zakresie finansów przedsiębiorstw (a w tym szczególnie dotycząca teorii struktury kapitału) oraz przeprowadzone czteroetapowe badania naukowe na podstawie przyjętej autorskiej koncepcji badania dowodzą bardzo wysokich kompetencji Doktoranta i potwierdzają gotowość do samodzielnego prowadzenia badań naukowych.

6. Konkluzja

Zadeklarowanym przez Autora celem pracy (s. 8-9) było wskazanie czynników wpływających na strukturę kapitału i weryfikacja wybranych teorii struktury kapitału na danych z okresu przed, oraz w trakcie pandemii COVID-19. Po szczegółowym zapoznaniu się z rozprawą uznaję, że cel ten

został osiągnięty. Biorąc pod uwagę pozytywną ocenę teoretycznej części rozprawy oraz wskazane osiągnięcia odnoszące się do części empirycznej, wyrażam opinię, że recenzowana rozprawa doktorska mgr. Marka Szymańskiego pt. „Struktura kapitału spółek publicznych w Polsce w okresie przed oraz po wybuchu pandemii COVID-19” napisana pod kierunkiem prof. dr. hab. Jerzego Gajdki i z udziałem promotora pomocniczego dr. Rafała Wolskiego spełnia wszystkie wymagania stawiane przed rozprawami doktorskimi. Praca stanowi oryginalne osiągnięcie Autora, poszerza aktualny stan wiedzy w zakresie determinant struktury kapitału oraz zawiera interesujące poznawczo i użyteczne praktycznie wnioski. W związku z powyższym wnoszę o jej przyjęcie i dopuszczenie do publicznej obrony.

Równocześnie doceniając oryginalność i nowatorski charakter przeprowadzonych badań wnoszę o wyróżnienie rozprawy doktorskiej mgr. Marka Szymańskiego stosowną nagrodą.



