

RECENZJA

rozprawy doktorskiej magistra Marka Szymańskiego
zatytułowanej

Struktura kapitału spółek publicznych w Polsce w okresie przed oraz po wybuchu pandemii COVID-19

napisanej pod kierunkiem prof. dr hab. Jerzego Gajdki (promotor pomocniczy – dr Rafał Wolski)

1. Wybór tematu

Problematyce struktury kapitału poświęcano wiele uwagi w publikacjach krajowych, ale mimo tego, obszar ten nadal należy do niedostatecznie rozpoznanych w piśmiennictwie polskim. Niezmiennie jest zainteresowanie jej wpływem na teorie finansów i praktykę gospodarczą, w szczególności pomiarem, kształtowaniem i wpływem struktury kapitału na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Jednakże, jak dotąd, niewiele publikacji poruszało tę problematykę w aspekcie pandemii COVID-19. Rozprawa doktorska magistra Marka Szymańskiego jako jedna z pierwszych podejmuje ten aspekt eksploracji struktury kapitału przyczyniając się do pomniejszenia luki badawczej istniejącej w tym obszarze w piśmiennictwie polskim. Wybór tematu rozprawy należy uznać za trafny i nowatorski.

2. Cel, zakres oraz konstrukcja i treść rozprawy

2.1. Cel i zakres rozprawy

Celem głównym recenzowanej dysertacji (s.8) jest *wskazanie czynników wpływających na strukturę kapitału i weryfikacja wybranych teorii struktury kapitału na danych z okresu przed oraz w trakcie pandemii COVID-19.*

Oprócz celu głównego Doktorant sformułował hipotezę główną twierdzącą, 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. Jej weryfikacja uzależniona została od sześciu następujących hipotez cząstkowych:

H.1. Czynniki mikroekonomiczne, makroekonomiczne oraz otoczenia gospodarczo-instancjonalnego 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 wycucia 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 sześciu hipotez cząstkowych Doktorant sformułował również dwa poniższe pytania badawcze:

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

Cel główny rozprawy, hipoteza główna i hipotezy cząstkowe oraz pytania badawcze rozprawy zostały jednoznacznie i klarownie sformułowane. W eksploracji służącej weryfikacji sformułowanych hipotez i udzielaniu odpowiedzi na pytania badawcze zastosowane zostały dobrze dobrane metody, a mianowicie krytyczna analiza piśmiennictwa i dokumentów spółek giełdowych, jak również metody analizy statystycznej i analizy ekonomicznej.

Ocena prezentowanych treści przekonuje, że recenzowana dysertacja stanowi ciekawą pozycję, porządkującą i wzbogacającą dorobek teoretyczny środowiska zajmującego się problematyką struktury kapitału. Okres badania wynosi 24 lata (1997-2021) dla spółek z GPW w Warszawie oraz 14 lat (2007-2021) dla spółek z rynku NC, a w jego ramach wydzielono okres przed pandemią (lata 2018-2019) i okres pandemii obejmujący lata 2020-2021.

Język wywodów (warsztat pisarski) jest klarowny i stylistycznie poprawny. Należy również podkreślić staranność redakcyjną Doktoranta, gdyż w treści rozprawy, w zasadzie, brak istotnych błędów formalnych.

2.2. Konstrukcja i treść rozprawy

Oceniana rozprawa doktorska ma charakter teoretyczno-empiryczny. Przygotowana została w oparciu o dobrze dobraną polską i angielskojęzyczną bibliografię liczącą łącznie 346 pozycji. Książki i artykuły obcojęzyczne stanowią 62,5% wykorzystanych źródeł, polskie publikacje to 37,5%, a pozostałe to akty prawne (4) oraz strony internetowe. Rozważania, zatem, oparte zostały na bogatych i adekwatnych podstawach teoretycznych, umożliwiających rozpatrywanie eksplorowanej problematyki w kontekście osiągnięć międzynarodowych i krajowych dotyczących analizowanych obszarów struktury kapitału.

Recenzowana dysertacja, licząca łącznie 266 stron, składa się ze spisu treści, wstępu, czterech rozdziałów, zakończenia, bibliografii oraz spisów rysunków (12), tabel (74) i 4 załączników. Analiza struktury rozprawy pozwala stwierdzić, że jej konstrukcja jest logiczna i podporządkowana realizacji celu głównego oraz weryfikacji postawionych hipotez (głównej, częściowej i szczegółowej) oraz udzieleniu odpowiedzi na pytania badawcze.

Liczący 42 strony rozdział pierwszy, zatytułowany *Kapitał i teorie struktury kapitału*, mgr Marek Szymański rozpoczyna podrozdziałem poświęconym omówieniu istoty kapitału w przedsiębiorstwie. Doktorant omawia w nim definicje, funkcje, koszt oraz ryzyko kapitału. Następnie w podrozdziale drugim charakteryzuje źródła finansowania przedsiębiorstwa w podziale na kapitał własny wewnętrzny i zewnętrzny oraz kapitał obcy. Podrozdział trzeci prezentuje teorie struktury kapitału w ujęciu chronologicznym.

Rozdział drugi (strony 55-122) nosi tytuł *Badania nad strukturą kapitału i hipotezy badawcze*. Rozpoczyna go (2.1) syntetyczna prezentacja badań dotyczących zmian struktury kapitału w długim okresie prowadzonych oraz wniosków, które na ich podstawie zostały sformułowane. Z kolei podrozdział drugi (2.2) poświęcony *miarom struktury kapitału* sprowadza się do przedstawienia wielowariantowości jej pomiaru, czego konkluzją jest prezentacja formuł ujęta w tabeli 7. Podrozdział trzeci (2.3) zawiera wieloaspektową analizę determinant struktury kapitału oraz badań ich dotyczących. Doktorant podkreśla niejednoznaczność ich definiowania i tego konsekwencje. Następnie przedstawia ich klasyfikację na makroekonomiczne, mikroekonomiczne, wewnętrzne, zewnętrzne, ilościowe, jakościowe, prawne, finansowe, motywujące i demotywuujące do stosowania zadłużenia (Tabele 8, 9 i 10) na podstawie odpowiednich źródeł krajowych i zagranicznych. Wyeksponowane zostały porównania determinant struktury kapitału w warunkach polskich oraz wybranych krajów. W kolejnych podrozdziałach rozdziału drugiego, mgr Marek Szymański omawia strukturę kapitału w aspekcie wybranych teorii struktury kapitału, a

mianowicie teorii Millera-Modiglianiego (2.4), hierarchii źródeł finansowania i teorii substytucji (2.5) oraz wycucia rynku (2.6), eksponując wpływ struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa w ich świetle w oparciu o wyniki eksploracji zagranicznej i krajowej poświęconej tej problematyce. Obiektywne omówienie tych badań uważam za wkład mgr Marka Szymańskiego w porządkowanie i systematyzowanie poglądów dotyczących determinant struktury kapitału i ich wpływu na wartość przedsiębiorstwa, umożliwiające skonstatowanie złożoności i wielości tych zagadnień. Kolejny podrozdział (2.7) zatytułowany *Struktura kapitału a pandemia COVID-19* podejmuje tematykę, która nie jest jeszcze dobrze rozpoznana w literaturze polskiej. Ujęty w nim przegląd adekwatnego piśmiennictwa posłużył zdiagnozowaniu wzrostu poziomu zadłużenia spółek, wolniejszego osiągania przez nie docelowej struktury kapitału, jak też mniejszej utraty wartości przez spółki mające wysoką elastyczność finansową oraz wykazaniu, że spółki wykazujące niższą dźwignię finansową w relacji do zadłużenia przeciętnego charakteryzowały się niższym przyrostem ryzyka. Podrozdział ten zamykają wnioski sformułowane przez Doktoranta na podstawie przeglądu teorii i badań empirycznych prezentowanych w części teoretycznej rozprawy. Rozdział drugi kończy wycinek (2.8) stanowiący pomost łączący rozważania teoretyczne i badania empiryczne przeprowadzone w recenzowanej dysertacji. Zawiera on hipotezy i pytania badawcze oraz wyszczególnienie etapów przeprowadzenia badania, które służą weryfikacji przypisanych im hipotez cząstkowych oraz szczegółowych, jak też uzasadnienie wyboru okresu badawczego.

Analiza zagadnień teoretycznych poruszanych w rozdziałach pierwszym i drugim przedstawiona została na podstawie przeglądu adekwatnej bibliografii dotyczącej wieloaspektowej analizy istoty struktury kapitału, jej pomiaru i determinant, jak też teorii struktury kapitału. Stanowi ona kompleksowe, wnikliwe, rzetelne i systematyzujące omówienie najważniejszych zagadnień dotyczących omawianej problematyki i tworzy solidny grunt dla podjęcia badań empirycznych. Szkoda, że eksploracja ta ograniczona została do analizy i stawiania diagnoz, natomiast Doktorant nie okraślił ich własnymi wartościującymi komentarzami i sugestiami dotyczącymi, na przykład, konieczności uściślenia i jednoznaczności miar struktury kapitału. Zróżnicowane poglądy dotyczące charakteryzowanych kwestii zostały ujęte w tabelach, co ułatwia ich percepcję, systematyzację oraz ocenę.

Rozważania teoretyczne prezentują dobry poziom merytoryczny i przyczyniają się do uporządkowania poruszanej problematyki, są też innowacyjne, ponieważ prowadzone są z uwzględnieniem pandemii COVID-19. Wymienione walory predestynują do stwierdzenia, że

mgr Marek Szymański posiada solidną, specjalistyczną wiedzę w zakresie struktury kapitału i wzbogacającą dyscyplinę ekonomia i finanse, do której należy eksplorowana w rozprawie tematyka.

Liczący 42 strony rozdział trzeci zawiera opis danych empirycznych oraz metodyki badania, w której wykorzystane zostały różne, zaawansowane metody analizy statystycznej. Rozpoczyna go (3.1) prezentacja materiału badawczego, który dostarczyły adekwatne bazy danych (wymienione na s.124). Doktorant scharakteryzował próbę badawczą obejmującą 606 spółek notowanych na GPW w Warszawie w okresie 1997-2021 oraz 484 spółek z rynku NC w latach 2007-2021. Okres badawczy podzielony został na trzy odcinki czasowe, a mianowicie cały okres notowania tych spółek, okres bezpośrednio przed pandemią i okres jej trwania. Jako miernik struktury kapitału (podstawową zmienną objaśniającą) mgr Marek Szymański wybrał wskaźnik zadłużenia ogólnego obliczany w dwóch wersjach, jako księgowy wskaźnik zadłużenia oraz rynkowy wskaźnik zadłużenia. Następnie przedstawił pozostałe zmienne objaśniające zastosowane w badaniu. Badanie obejmuje cztery etapy, a mianowicie (1) badanie tendencji zmian struktury kapitału (3.2), drugi etap to identyfikacja wewnętrznych i zewnętrznych determinant struktury kapitału przy wykorzystaniu modeli panelowych (3.3). Etap trzeci to weryfikacja wybranych teorii struktury kapitału przy wykorzystaniu statycznych i dynamicznych modeli panelowych (3.4), natomiast etap czwarty eksploruje wpływ pandemii COVID-19 na relację struktury kapitału i zmian ryzyka. W tym rozdziale Doktorant przedstawia nowatorską koncepcję badania struktury kapitału przedsiębiorstwa w okresie przed i w trakcie pandemii COVID-19, która wywarła duży wpływ na działalność podmiotów gospodarczych. Badania empiryczne zaplanowane (i przeprowadzone) w tych czterech etapach zorientowane zostały na weryfikację odpowiednich hipotez cząstkowych i szczegółowych oraz udzielenie odpowiedzi na postawione pytania badawcze. Konstrukcja modeli ich analizy jest niewątpliwym osiągnięciem badawczym magistra Marka Szymańskiego.

Ostatni, czwarty rozdział obejmujący strony od 148 do 230, zatytułowany *Struktura kapitału – wyniki badań*, stanowi najciekawszy wycinek rozprawy. Doktorant rozpoczyna go (4.1) od prezentacji tendencji zmian struktury kapitału spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1997-2019, przed pandemią a następnie w okresie jej trwania w latach 2020-2021 oraz spółek notowanych na NC w latach 2007-2019 i odpowiednio w okresie pandemii COVID-19. Wyniki tych badań przedstawione zostały w formie liczbowej i graficznej, a także starannie zinterpretowane.

Kolejny podrozdział (4.2) poświęcony jest eksploracji determinant struktury kapitału. Zbadane one zostały najpierw dla całego badanego okresu dla GPW i NC, a następnie w okresie bezpośrednio przed jej wystąpieniem i w trakcie jej trwania. Badania te posłużyły weryfikacji pierwszej hipotezy cząstkowej i jej hipotez szczegółowych. Ten sam schemat Doktorant zastosował w badaniach dotyczących weryfikacji poszczególnych, wybranych teorii struktury kapitału (4.3). Analiza ta jest oryginalna, wnikliwa a jej wyniki są dobrze opisane i dowodzą dobrej orientacji magistra Marka Szymańskiego w analizowanej problematyce.

W ostatnim etapie badań empirycznych (podrozdział 4.4) pokazana została struktura kapitału i zmiany ryzyka akcji spółek w czasie pandemii COVID-19. Zbadany został wpływ ryzyka całkowitego, systematycznego i specyficznego spółek notowanych na analizowanych rynkach w trakcie trzech wyszczególnionych podokresów, wykazując jego różnice w zależności od stopnia zadłużenia przedsiębiorstwa. Eksploracja ta pozwoliła na pozytywną weryfikację ostatniej, szóstej hipotezy cząstkowej. Rozdział czwarty zamyka podsumowanie wyników (4.5) w formie wniosków, które przyczyniają się do rozwoju wiedzy w zakresie struktury kapitału w okresie przed pandemią COVID-19 i w trakcie jej trwania. Ponadto, stwierdzono zróżnicowane tempa osiągnięcia docelowej struktury kapitału dla spółek notowanych na obu rynkach przed pandemią oraz szybkiego jej osiągnięcia w okresie pandemii COVID-19, jak też wpływ poziomu zadłużenia na koszt kapitału dla spółek notowanych na GPW w Warszawie oraz NC w całym badanym okresie, bezpośrednio przed oraz w trakcie pandemii COVID-19, zidentyfikowano ujemną zależność pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa a strukturą kapitału w aspekcie teorii Pecking Order oraz udowodniono, że teoria Market Timing (wycucia rynku) nie wykazała długoterminowego wpływu cen akcji na strukturę kapitału dla spółek z obu rynków. Kolejne osiągnięcie to stwierdzenie, że zależności pomiędzy rentownością, wielkością i nie odsetkową tarczą podatkową a strukturą kapitału nie potwierdzają teorii substytucji, natomiast zmienne struktura aktywów i możliwości wzrostu tylko częściowo ją potwierdzają. Do osiągnięć rozprawy należy zaliczyć wskazanie grup czynników makroekonomicznych, mikroekonomicznych, branżowych i gospodarczo-institutionalnych, które wpływają na strukturę kapitału w analizowanym okresie i określenie rodzaju zależności, a szczególnie opracowanie oryginalnego, autorskiego modelu służącego analizie struktury kapitału.

Dla prezentacji zróżnicowanych poglądów i danych liczbowych Doktorant wykorzystuje liczne tabele i schematy systematyzujące lub podsumowujące analizowane

kwestie, co znacznie ułatwia percepcję prezentowanych treści. Treści dysertacji są poszerzane lub uzupełniane przez dane ujęte w czterech załącznikach.

Dla realizacji celu badawczego i weryfikacji postawionych hipotez badawczych magister Marek Szymański wykorzystuje adekwatne metody statystyczne i analizy finansowej (wskaźniki finansowe i analizę porównawczą). Należy podkreślić biegłość Doktoranta w zakresie implementacji zaawansowanych metod statystycznych, co dowodzi dobrego opanowania warsztatu naukowego.

Wnioski z rozważań i przeprowadzonych badań ujęte zostały w *Zakończeniu* zamykającym recenzowaną rozprawę doktorską. Są one logiczne, dobrze podbudowane i mają istotną wartość poznawczą i utylitarną.

2.3. Podsumowanie oceny merytorycznej

Reasumując, nie mam wątpliwości, że recenzowana rozprawa doktorska zasługuje na wysoką ocenę. Do jej walorów można zaliczyć trafny wybór tematu i celu rozprawy, logiczną konstrukcję, wykorzystanie adekwatnej polskiej i zagranicznej bibliografii, rzetelne i wnikliwe oryginalne badania empiryczne umożliwiające udzielenie odpowiedzi na postawione pytania badawcze, dokonane przy wykorzystaniu adekwatnych, zaawansowanych metod badawczych i autorskiego modelu analitycznego. Na podkreślenie zasługuje konsekwencja analizy, a także ściśle jej podporządkowanie realizacji głównego celu badawczego. Takie podejście sprawia, że w bardzo bogatej treści rozprawy nie można wskazać zbędnych wątków. Doktorant pokazuje dobry warsztat badawczy i umiejętność samodzielnego zaprojektowania i przeprowadzenia badań naukowych oraz formułowania na ich podstawie zasadnych, interesujących i trafnych wniosków. Wymienione walory przesądzają o dobrej jakości i wartości recenzowanej rozprawy i powodują, że nabiera ona charakteru dojrzałego osiągnięcia naukowego.

Doktorant dobrze pokazuje tendencje kształtowania się struktury kapitału na obu badanych rynkach w wybranych odcinkach czasowych, dokonuje wyboru najważniejszych jej determinant, a następnie bada ich wpływ na strukturę kapitału w świetle teorii substytucji, hierarchii źródeł finansowania oraz market timing. Analiza teoretyczna oraz koncepcja badań empirycznych powstały na bazie przeglądu adekwatnej polskiej i zagranicznej bibliografii z obszaru struktury kapitału, co umożliwia rozpatrywanie osiągnięć Doktoranta na tle dorobku międzynarodowego. Nowatorskie i szerokie badania empiryczne są rzetelne, udokumentowane i przeprowadzone przy wykorzystaniu odpowiednich metod, prowadząc do

formułowania konkluzji wzbogacających wiedzę dotycząca struktury kapitału w okresie bezpośrednio przed pandemią i w trakcie jej trwania oraz siły ich wpływu.

Należy zgodzić się z magistrem Markiem Szymańskim, że badania przeprowadzone w recenzowanej rozprawie doktorskiej wnoszą wkład w rozwój wiedzy dotyczącej struktury kapitału (s.239-240) w postaci kompleksowej weryfikacji teorii struktury kapitału polskich spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie i na rynku NC oraz ich testowania w długim okresie, jak też ich weryfikacji na danych z okresu poprzedzającego pandemię COVID-19, jak i w czasie jej trwania.

Można wskazać również nieliczne słabości recenzowanej rozprawy. Jak wcześniej wspomniano, część teoretyczna dysertacji, prezentująca grunt teoretyczny dla badań empirycznych, ma charakter diagnozy, zbyt mało jest w niej refleksji i ocen formułowanych przez Doktoranta. Wieloaspektowa analiza teoretyczna ma formę ograniczonej dyskusji naukowej a rozważania w niej ujęte mają głównie charakter objaśniający i porządkujący. Za mankament tej dysertacji można też uznać skrótowe sformułowanie (lakoniczne) tytułów poszczególnych rozdziałów i podrozdziałów. Do jej słabości zaliczam również niedostateczne uzasadnienie doboru formuł stosowanych wskaźników finansowych, a szczególnie mierników struktury kapitału. W literaturze polskiej wskaźniki struktury kapitału są różnie definiowane i dlatego warto przytaczać argumenty przemawiające za jednoznacznym określaniem ich elementów obliczeniowych i nazw. Ponadto brak niekiedy precyzyjności w określaniu elementów składowych formuł obliczeniowych wskaźników, na przykład, określenie *aktywa* nie precyzuje, które z nich należy uwzględnić, czy też utożsamianie rentowności i zyskowności aktywów (Tabela 14). W rozprawie można też wskazać na pewną asymetryczność omawiania poruszanych kwestii i interpretowaniu wyników badań.

Podniesione słabości nie umniejszają jednakże pozytywnej oceny recenzowanej rozprawy doktorskiej. Jak już wcześniej stwierdziłam, przedstawiona analiza empiryczna jest nowatorska, kompleksowa i wartościowa, przeprowadzona przy wykorzystaniu adekwatnych metod i stanowi oryginalne, zasługujące na wysoką ocenę osiągnięcie naukowe magistra Marka Szymańskiego. Ponadto, tak szczegółowe, szeroko zakrojone i wieloaspektowe badanie problematyki kształtowania struktury kapitału w poszczególnych analizowanych okresach z uwzględnieniem perspektywy krajowej i międzynarodowej, stanowi jedną z pierwszych, i co ważne, udanych prób poznania tej problematyki na naszym gruncie,

przyczyniając się do pomniejszenia luki badawczej występującej w piśmiennictwie polskim w tym obszarze badawczym.

Należy zauważyć, że Doktorant dostrzegł i wymienił ograniczenia przeprowadzonych badań wynikające z ich kompleksowości i złożoności oraz zmienności i turbulencji otoczenia przedsiębiorstw, co świadczy nie tylko o dobrej znajomości badanej problematyki ale również o rzetelności naukowej. Magister Marek Szymański wskazuje również kierunki dalszej eksploracji rozpatrywanych zagadnień, które należą nadal do obszarów wymagających jej prowadzenia. To z kolei pozwala wnioskować o postrzeganiu analizowanej problematyki w szerszym kontekście oraz posiadaniu przez Doktoranta umiejętności samodzielnego zaplanowania i zrealizowania badań naukowych, które stanowią oryginalne rozwiązanie określonego problemu naukowego wzbogacające dorobek dyscypliny ekonomia i finanse.

3. Wniosek końcowy

Magister Marek Szymański zaprezentował dobry poziom wiedzy teoretycznej i empirycznej w zakresie problematyki, której dotyczy rozprawa doktorska, pokazując umiejętność samodzielnego prowadzenia badań naukowych. W sposób oryginalny, innowacyjny i poprawny metodologicznie zrealizował postawiony rozprawie cel badawczy i udzielił odpowiedzi na sformułowane pytania badawcze. Przedstawiona w dysertacji wieloaspektowa i bardzo konsekwentna analiza teoretyczna i empiryczna jest oryginalna, nowatorska i wnosi wkład w rozwój polskiego dorobku naukowego w obszarze struktury kapitału.

W świetle powyższych ustaleń stwierdzam, że rozprawa doktorska magistra Marka Szymańskiego zatytułowana *Struktura kapitału spółek publicznych w Polsce w okresie przed oraz po wybuchu pandemii COVID-19* w pełni odpowiada wymogom stawianym rozprawom doktorskim w świetle Ustawy z dnia 3 lipca 2018 roku Przepisy wprowadzające ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U., 2018, poz.1669) oraz Ustawy z dnia 20 lipca 2018 roku Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz., U., 2023, poz. 742) i wnoszę o przyjęcie i dopuszczenie jej do publicznej obrony.

Megdalena Juremowska

