



Poznań, dnia 10.01.2022 r.

dr hab. Jarosław Kubiak, prof. UEP
Katedra Finansów Przedsiębiorstw
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Recenzja rozprawy doktorskiej Pana mgra Marka Leśniaka
pt. „ **Finansowanie nierentownych spółek notowanych na Giełdzie Papierów
Wartościowych w Warszawie SA w procesie ich naprawy**”
przygotowanej pod kierunkiem dr hab. Joanny Wyrobek, prof. UEK (promotor)
oraz dra Macieja Baranowskiego (promotor pomocniczy)

1. Podstawa opracowania recenzji

Podstawę formalną przygotowania recenzji stanowi pismo Dyrektora Szkoły Doktorskiej Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie prof. dr hab. inż. Stanisława Popka informujące, że Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie powołała mnie na recenzenta rozprawy doktorskiej magistra Marka Leśniaka. Podstawą merytoryczną recenzji jest przedłożona rozprawa doktorska pod tytułem *Finansowanie nierentownych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA w procesie ich naprawy*, przygotowana pod kierunkiem dr hab. Joanny Wyrobek, prof. UEK. oraz dra Macieja Baranowskiego (promotor pomocniczy) w Instytucie Finansów, w Katedrze Finansów Przedsiębiorstw UE w Krakowie. Praca mieści się w dyscyplinie finanse, obecnie – ekonomia i finanse.

2. Uwagi ogólne na temat rozprawy

Rozprawa doktorska magistra Marka Leśniaka składa się ze wstępu, czterech rozdziałów, załącznika, literatury, spisów tabel i rysunków. Praca liczy 317 stron uwzględniając wszystkie wyżej wymienione elementy. Bibliografia zawiera 164 pozycje literatury, głównie

anglojęzyczne. Liczba powołanych publikacji jest odpowiednia, wyczerpująca problematykę pracy. Wywód jest komunikatywny, ma charakter dyskursu naukowego. Rozprawa została zasadniczo przygotowana starannie, zarówno pod względem redakcyjnym, jak i edytorskim. Praca zawiera relatywnie znaczącą liczbę tabel, co z punktu widzenia zakresu badań ujętych w pracy jest uzasadnione.

3. Wybór obszaru rozprawy

Recenzowana praca odnosi się do rozpoznanej już w literaturze problematyki pozyskiwania źródeł finansowania przedsiębiorstw. Wkładem Autora jest przedstawienie tego zagadnienia w kontekście przedsiębiorstw nierentownych, co trafnie jest wskazane jako luka badawcza. Rozprawa sytuuje się w nurcie finansów i przyczynia się do wypełnienia wspomnianej luki. Autor podejmuje nowy obszar eksploracji naukowych, który może stanowić punkt wyjścia do dalszych badań.

4. Tytuł pracy, cel, hipotezy rozprawy oraz metody badawcze

Sformułowanie tytułu pracy jest w mojej ocenie zasadniczo poprawne. Jednakże, ostatni jego fragment może budzić pewne wątpliwości. Z pewnością tytuł lepiej oddawałby zawartość rozprawy, gdyby nie było w nim ostatniej części, czyli wyrażenia „w procesie ich naprawy”. W treści pracy trudno odnaleźć elementy, które bezpośrednio opisują i badają „proces naprawy” przedsiębiorstw. Autor wprowadza wyjaśnienia we wstępie, że nie analizuje całego zagadnienia naprawy przedsiębiorstwa, lecz „skupia się jedynie na działaniach i ograniczeniach zarządzających w stosunku do źródeł finansowania”, niemniej aspekt ten nie jest wyraźnie w pracy wyodrębniony. Nie jest dokładnie wskazane w jaki sposób odpowiedni dobór źródeł finansowania miałby wspomagać proces naprawy.

Recenzowana rozprawa ma charakter teoriopoznawczy i empiryczny. Autor w następujący sposób określił cel rozprawy: „Głównym celem badania jest analiza specyfiki prowadzenia polityki finansowej oraz jej ograniczenia w spółkach okresowo nierentownych notowanych na



Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA.” Do tak sformułowanego celu mam następujące uwagi: Po pierwsze uważam, że celem nie powinna być analiza polityki, lecz jej ocena (może identyfikacja?). Analiza jest bowiem narzędziem do osiągnięcia celu, a nie celem samym w sobie. Po drugie, mam wątpliwości, czy cel pracy jest w rzeczywistości związany z prowadzeniem polityki finansowej. Problematyka polityki finansowej (jej definicja, rodzaje, założenia, sposób identyfikacji) nie jest opisana w pracy. Pomijając te uwagi, podjęcie próby zidentyfikowania sposobu finansowania spółek nierentownych na tle ukształtowania źródeł finansowania pozostałych przedsiębiorstw uznaję za cel bardzo ważny i odpowiedni dla rozprawy doktorskiej.

Doktorant postawił w pracy 7 hipotez:

H1: Dla rentownych spółek giełdowych notowanych na GPW zachodzi dodatnia relacja pomiędzy poziomem rentowności a udziałem długu w strukturze kapitałowej.

H2: Dla rentownych spółek giełdowych notowanych na GPW zachodzi dodatnia relacja pomiędzy stabilnością wyników finansowych a udziałem długu w strukturze kapitałowej.

H3: Dla nierentownych spółek giełdowych notowanych na GPW zachodzi ujemna relacja pomiędzy zmianami wskaźników rentowności a zmianami udziału długu w strukturze kapitałowej.

H4: Dla nierentownych spółek giełdowych notowanych na GPW zachodzi ujemna relacja pomiędzy zmianami wielkości generowanych strat a zmianami udziału długu w strukturze kapitałowej.

H5: W nierentownych spółkach zaciąganie zadłużenia jest nieefektywne (potwierdzenie: braku efektu tarczy odsetkowej, wysokiego kosztu odsetek, niechęci banków do udzielania kredytów z powodu ryzyka ich niespłacenia, braku możliwości ustanowienia zabezpieczeń).

H6: W nierentownych spółkach notowanych na GPW nie ma możliwości emisji akcji (z powodu niechęci inwestorów do zakupu akcji spółek trwale nierentownych).

H7: Nierentowne spółki notowane na GPW po kilku kwartałach przynoszenia strat zaczynają być postrzegane na rynku jako nierokujące i mają ograniczone możliwości pozyskania kapitału.



Hipotezy uznaję zasadniczo za postawione poprawnie, choć - w dalszej części recenzji, przy opisie procesu ich weryfikacji - zgłoszę uwagi krytyczne do sformułowania niektórych z nich (dotyczące głównie nadmiernego uszczegółowienia). **Niewątpliwie weryfikacja hipotez umożliwia poznanie związków pomiędzy rentownością spółek a kształtowaniem struktury źródeł ich finansowania – co pozwala wypełnić lukę badawczą.** Hipotezy te wynikają z dokonanego przeglądu literatury i wyników dotychczasowych badań, ale każda z nich mogłaby być mocniej w tym przeglądzie osadzona.

W pracy zastosowano kilka metod badawczych. Porównano struktury kapitału przedsiębiorstw zaliczanych do nierentownych (używając opisanych wcześniej czterech kryteriów ich wyodrębnienia) oraz rentownych za pomocą testu U Manna-Whitneya oraz z wykorzystaniem modelu regresji logistycznej. Użyto także korelacji Spearmana oraz budowano modele regresji panelowej. Dobór metod badawczych jest właściwy z perspektywy przedmiotu badań. Krytyczne uwagi szczegółowe do ich zastosowania przedstawię przy ocenie zawartości rozdziałów, w których były one stosowane w praktyce.

We wstępie do pracy Autor informuje, że w celu określenia przyczynowości opisanych zjawisk zastosował testy przyczynowości Grangera. Nie znalazłem jednak w pracy odniesień do wyników przeprowadzenia takich testów. Autor wspomina także o wykorzystaniu modeli dyskryminacyjnych – tych w pracy także nie dostrzegłem. Być może Autor ma na myśli zastosowanie modelu logistycznego, który na wielu płaszczyznach może mieć podobne cechy i zastosowania. Jednak postaci funkcji w wielowymiarowym modelu dyskryminacyjnym i logistycznym są różne, a także inna zmienna jest zmienną modelowaną.

Podsumowując, należy docenić podjęcie w pracy zarysowanego problemu naukowego. Zaproponowane metody badawcze są odpowiednie do zweryfikowania postawionych hipotez badawczych.

5. Struktura pracy oraz charakterystyka i ocena poszczególnych rozdziałów



Praca, jak już wspomniano, składa się z czterech rozdziałów. W rozdziale pierwszym przedstawiono przegląd światowej literatury z zakresu teorii struktury kapitału, stawiając akcent na publikacjach poruszających kwestie przedsiębiorstw nierentownych. W rozdziale drugim zaprezentowano wyniki badań empirycznych nad zależnością pomiędzy rentownością a strukturą kapitału w literaturze światowej. W rozdziale trzecim przedstawiono strukturę zaplanowanych badań oraz omówiono zastosowane metody badawcze. Rozdział czwarty służył prezentacji wyników i omówieniu przeprowadzonych przez Autora badań pozwalających na weryfikację hipotez badawczych i wysnucie wniosków. Kolejność rozdziałów i podrozdziałów jest prawidłowa, dobrze podporządkowana realizacji postawionych przez Autora zadań badawczych.

Pierwszy rozdział ma charakter wprowadzający – Autor gruntownie opisuje definicje, determinanty i poszczególne teorie struktury kapitału. Szczególnie mocno akcentuje znaczenie rentowności przedsiębiorstwa jako czynnika różnicującego ukształtowanie struktury kapitału. Za cenne uznaję także przedstawienie znaczenia pojemności zadłużeniowej dla kształtowania struktury kapitału, a także opisanie modeli struktury kapitału opartych na interakcjach rynkowych i specyfice działalności przedsiębiorstwa. Należy docenić dobre uporządkowanie przeglądu literatury i jasność wyводу. Rozdział ten jest potrzebnym wprowadzeniem do dalszych rozważań i badań. Pozwolił także na wyraźne określenie istniejącej luki badawczej – dotyczącej kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstw okresowo nierentownych.

Wśród uwag natury krytycznej związanych z rozdziałem pierwszym należy wymienić brak wskazania przez Autora definicji struktury kapitału, jaką przyjmuje on w swoich badaniach oraz konsekwencje jakie z tego braku wynikają dla wniosków. Autor w części empirycznej badał całość źródeł finansowania – wraz ze zobowiązaniami operacyjnymi. Tymczasem w większości teorii struktury kapitału nie ujmują się ich w ramach definicji kapitału, a co za tym idzie także pomija się je w badaniach nad kształtowaniem jego struktury. Poza tym mam wątpliwości do konstrukcji Tabeli 1.2. Wypisanie w dwóch kolumnach odpowiednio determinant mikroekonomicznych i makroekonomicznych nie daje rezultatów poznawczych –



porównywanie zawartości poszczególnych wierszy nie jest zasadne. Ponadto w tabeli zdublowano jeden z czynników (rozmiar spółki i wielkość przedsiębiorstwa wydaje się oznaczać to samo). Wśród przedstawionych czynników brakuje wieku przedsiębiorstwa.

W rozdziale drugim dokonano bardzo obszernej kwerendy literatury prezentując wyniki badań empirycznych nad zależnością pomiędzy rentownością a strukturą kapitału. Opis wyników badań jest jasny, dobrze zorganizowany. Autor objął analizami artykuły naukowe weryfikujące związek rentowności i struktury kapitału prawie na całym świecie. Zidentyfikowane przez badaczy zależności przyporządkowano do poszczególnych teorii struktury kapitału (choć niekiedy w ramach podrozdziału poświęconego danej teorii pojawiały się także odwołania do innych, co można zrozumieć z uwagi na to, że badacze często tłumaczą zaobserwowane zjawiska jednocześnie w kontekście kilku teorii). Szczególnie imponujący jest przegląd badań dotyczących weryfikacji teorii hierarchii źródeł finansowania. Podsumowując rozdział drugi można stwierdzić, że Doktorant dobrze poradził sobie z niełatwym wyzwaniem prezentacji i syntezy tak licznych wyników badań.

W rozdziale trzecim Autor zaprezentował swój pomysł na przeprowadzenie badań. Zaprojektowanie takiego rozdziału uważam za bardzo dobre rozwiązanie, porządkujące rozprawę. Badaniem zostało ostatecznie objętych 263 spółek, które w całym okresie badania – 2007 – 2016 były notowane na GPW w Warszawie i dla których były dostępne kompletne dane finansowe. Tego typu rozwiązanie mogłoby budzić wątpliwości związane z błędem przeżywalności (*survivor bias*), ale Autor celowo nie obejmował badaniem przedsiębiorstw, które na trwałe utraciły rentowność i upadły. W pierwszej kolejności określono kryteria umożliwiające wyodrębnienie spółek nierentownych, a precyzując dokładniej intencje badawcze Autora – wyłonienie przedsiębiorstw okresowo nierentownych. Wyodrębniono cztery grupy:



- grupa 1 - oparta na kryterium wyniku operacyjnego. Zaliczono do niej spółki, które przez co najmniej 4 lata w okresie 2007-2016 ponosiły straty na poziomie wyniku operacyjnego (niekoniecznie kolejne),
- grupa 2 - oparta na kryterium wyniku operacyjnego. Zaliczono do niej spółki, które w okresie 2007-2016 przez co najmniej 3 lata z rzędu generowały straty na działalności operacyjnej,
- grupa 3 - oparta na kryterium wyniku finansowego netto. Zaliczono do niej spółki, które w okresie 2007-2016 przez co najmniej 4 lata wykazały stratę finansową netto,
- grupa 4 - oparta na kryterium wyniku finansowego netto. Zaliczono do niej spółki, które w okresie 2007-2016 przez co najmniej 3 lata z rzędu generowały stratę finansową netto.

Badania empiryczne w zakresie finansów przedsiębiorstwa posiłkują się zastosowaniem pewnych *proxy* na przybliżenie określonych zjawisk finansowych. Z reguły, każdy tego typu podział jest uznaniowy. W kwestii podziału przyjętego przez Autora, mam następujące uwagi natury polemicznej:

- Jeżeli deficytowość spółki występowała 3 lata z rzędu na samym początku badanego okresu, to trudno pod koniec tego dziesięcioletniego okresu uznawać, że przedsiębiorstwo może mieć cechy podmiotu okresowo nierentownego wpływające na dobór źródeł finansowania.
- Zaproponowany podział nie uwzględnia skali deficytowości lub rentowności. Np. występujące relatywnie niewielkie straty w czterech kolejnych latach na poziomie operacyjnym w połączeniu z sześcioma okresami z bardzo wysokimi poziomami rentowności nie muszą wcale oznaczać, że spółka jest okresowo (przejściowo) nierentowna, a względny poziom deficytowości lub rentowności może mieć duży wpływ na strukturę finansowania. Trudno na podstawie tak zaprojektowanych badań



przesądzać, czy zaobserwowana struktura finansowania „wpływa na możliwość prowadzenia naprawy rynkowo-finansowej sytuacji przedsiębiorstwa” (str.142).

- do zaproponowanego podziału zabrakło komentarza dotyczącego znaczenia wyodrębnienia kryterium wyniku na poziomie operacyjnym (pierwsze dwie grupy) oraz wyniku finansowego netto (grupa 3 i 4) – rozróżnienie tych wyników jest przecież związane m.in. ze sposobem finansowania.

Przedstawione wyżej wątpliwości nie podważają jednak zasadności prowadzenia badań na tych czterech wyodrębnionych grupach przedsiębiorstw, tym bardziej, że zastosowanie różnych kryteriów wyodrębniania próby badawczej można traktować jako swoisty test odporności wyników.

Następnie Autor przedstawił wskaźniki ekonomiczne i sposób ich wyznaczania, które zostały wykorzystane w badaniach, aby w ostatniej części rozdziału omówić narzędzia statystyczne wykorzystane do weryfikacji hipotez.

W rozdziale czwartym – ostatnim - przeprowadzono badania empiryczne i zaprezentowano wnioski. W rozdziale wyodrębniono dwie części – badań wstępnych i zasadniczych (bezpośrednio poświęconych weryfikacji siedmiu hipotez).

W punkcie 4.2.1 za pomocą testu U Manna-Whitneya porównano struktury kapitału przedsiębiorstw zaliczanych do nierentownych (używając opisanych wcześniej 4 kryteriów ich wyodrębnienia) oraz rentownych. Uwagę zwraca ujemna wartość średnia udziału kapitału własnego w pasywach ogółem w grupie przedsiębiorstw nierentownych. Skutkuje to występowaniem wartości niektórych wskaźników struktury zadłużenia powyżej 100%. Szkoda, iż Autor nie skomentował tych wyników. Można się bowiem zastanawiać jaki ta sytuacja miała wpływ na pomiar rentowności kapitału własnego (ROE) – gdyż przy stracie i ujemnym kapitale własnym wskaźnik ten przyjmuje bowiem wartości dodatnie. Za zbyt mocny uznać można wniosek z tej analizy, że „Większy udział długu w pasywach nie wynika już ze świadomego jego zwiększania do poziomu, który był zamierzony, ale jest efektem braku kontroli zarządu nad



podstawowymi obszarami płynności i rentowności działania przedsiębiorstwa” (str. 160). Oczywiście można snuć takie przypuszczenia, ale analiza istotności różnic w medianach nie uprawnia do odnoszenia się do tego jaki był poziom „zamierzonego” zadłużenia oraz do tego czy zarząd miał czy nie miał kontroli nad „obszarami płynności i rentowności działania przedsiębiorstwa”. Pewne trudności budzi ocena wniosków Autora przedstawionych na koniec analizy różnic we wskaźnikach zadłużenia (str. 163). Autor napisał, że większy poziom zadłużenia mają spółki nierentowne (wg 4 kryterium). Taka sytuacja występuje dla wartości średnich – ale nie dla median. Brakuje w tym miejscu dyskusji poświęconej próbie wyjaśnienia różnic w wynikach związanych z zastosowaniem 4 różnych kryteriów wyłaniania spółek nierentownych.

W punkcie 4.2.2 przedstawiono wstępne wyniki badań z wykorzystaniem modelu regresji logistycznej. Można zastanawiać się nad występowaniem w zbudowanych modelach tak wielu współzależnych od siebie zmiennych objaśniających. Inną kwestią jest to, czy dla wszystkich zmiennych struktury finansowania znajdziemy w teorii uzasadnienie dla ich wpływu na rentowność przedsiębiorstwa. Należy także zwrócić uwagę na to, że zmienna objaśniana jest stała w czasie, co wraz z zastosowaniem efektu stałego w postaci branży oznacza współliniowość. Ponadto, współczynnik pseudo- R^2 , jak na tak dużą liczbę zmiennych, jest w zbudowanych modelach relatywnie niski.

Podrozdział 4.3 poświęcono przedstawieniu ciekawych wyników zmian w czasie struktury kapitału nierentownych przedsiębiorstw. W większości przypadków analizy przyniosły wyniki zgodne z oczekiwaniami, choć w niewielkiej części prowadziły one do innych wniosków niż te, które wynikały z analiz przedstawionych w punkcie 4.2.1 (dotyczy zobowiązań pracowniczych). Przedstawione analizy zmian struktury finansowania jeszcze raz prowokują do zastanowienia się nad przyjętymi metodami identyfikowania przedsiębiorstw nierentownych. Wydaje się, że zmiany w strukturze rozpatrywane z roku na rok powinny być porównywane ze zmianami rentowności (deficytowości) w ostatnim okresie (ostatnich okresach). W ten sposób uniknięto by np. rozpatrywania zmian struktury finansowania pomiędzy latami 2015 i 2016



wskazywanych jako skutek występowania deficytowości jedynie w latach 2007-2010 (taka sytuacja przy zastosowanych kryteriach mogła mieć miejsce). Ponadto ta analiza nie uwzględnia wpływu poziomu (rozmiaru) rentowności (deficytowości) na zmiany struktury finansowania.

W podrozdziale 4.4. Autor przeprowadził badania zależności między wynikami finansowymi spółek a wartością rynkową przedsiębiorstwa. W mojej ocenie badania te w mniejszym stopniu są związane z główną problematyką pracy, a ich rezultaty nie mają znaczących walorów związanych z głównym celem rozprawy. W kontekście występowania ujemnych wartości kapitałów własnych w grupie przedsiębiorstw nierentownych wraca pytanie, jak obliczono dla tych spółek ROE i czy wyniki zaprezentowane w Tabeli 4.24 nie mają z tym związku (brak statystycznie istotnej korelacji między ROE a wartością rynkową, przy istotnie statystycznej korelacji z innymi wskaźnikami rentowności). Wątpliwości budzą też zbudowane modele regresji liniowej. Nie można na ich podstawie wyciągać wniosków, gdyż zmienne dotyczące rentowności są nieistotne statystycznie – prawdopodobnie ze względu na występującą współliniowość. Nie odniesiono się także do problemów heteroskedastyczności i autokorelacji składnika losowego.

Podrozdziały 4.5 i 4.6 posłużyły do szczegółowego przedstawienia struktury i zmian w strukturze finansowania spółek nierentownych. Między innymi zawierają interesujący opis poszczególnych przypadków spółek dotyczących pozyskiwania konkretnych źródeł finansowania. Wnioski z przedstawionych analiz są zasadniczo prawidłowe, umożliwiają poznanie sposobu finansowania badanych spółek i zmian jakie występowały w tym zakresie w analizowanym czasie. Ponownie postulowałbym większą ostrożność, w zakresie przedstawiana określonego sposobu finansowania w kontekście „procesu naprawy” czy też „restrukturyzacji” przedsiębiorstw. Nie ma pewności, że spółki nierentowne przechodziły te procesy. Ponadto niektóre stwierdzenia także mogą wydawać się zbyt daleko idące – np. na str. 199 stwierdzenie, że „spółki nierentowne nie miały możliwości emisji akcji”. Oczywiście



jest to prawdopodobne, ale brak emisji nie jest tożsamy z brakiem możliwości emisji. Spółki mogły świadomie zrezygnować z takiej opcji.

Podrozdział 4.7 poświęcono testowaniu hipotez badawczych. Weryfikację hipotez H1 i H3 rozpoczęto od badania relacji pomiędzy poziomem rentowności a udziałem długu w strukturze kapitału metodą korelacji Spearmana. Przedstawione analizy wskazały na dużą różnicę w korelacjach poszczególnych mierników rentowności z poziomem zadłużenia. Dyskusyjne może być to, że Autor opisując wyniki wskazuje, że wzrost zadłużenia skutkuje spadkiem rentowności, tymczasem z perspektywy celu badań bardziej racjonalne byłoby przedstawianie spadku rentowności jako czynnika skutkującego zwiększeniem zadłużenia. W takim samym ujęciu Autor zaprojektował testowanie hipotez H1 i H3 przy użyciu modeli regresji – jako zmienne objaśnianie przyjął wskaźniki rentowności: sprzedaży netto, wyniku operacyjnego, ROE oraz ROA. W wielu zbudowanych modelach większość zmiennych nie wykazywała istotności statystycznej. Przeprowadzone liczne analizy dla spółek rentownych i nierentownych pozwoliły Autorowi na stwierdzenie, że nie ma podstaw do odrzucenia hipotez H1 i H3. Autor zaobserwował, że zachodzi relacja pomiędzy poziomem rentowności mierzonym za pomocą ROA i ROE a udziałem długu w strukturze finansowania. Wnioski powinny być ostrożne, ze względu na możliwość wystąpienia opisywanego wyżej zjawiska współliniowości oraz ze względu na pominięcie w modelach zmiennych kontrolnych (innych czynników niż struktura kapitału mogących wpływać na rentowność).

W zakresie weryfikacji hipotezy H2 zbadano korelację Spearmana między zmianą wyniku finansowego a udziałem długu w strukturze kapitału dla spółek rentownych. Należy także zauważyć, że porównywano ujęcie dynamiczne – zmiany wyniku finansowego ze wskaźnikami statycznymi struktury kapitału (np. udziałem długu w sumie bilansowej), które odzwierciedlają stan, wynikający z wieloletnich decyzji dotyczących kształtowania źródeł finansowania. Wątpliwości budzi stwierdzenie, że na podstawie nieistotnych statystycznie zależności Autor nie znalazł podstaw do odrzucenia hipotezy. W podobny sposób testowano hipotezę H4: Dla nierentownych spółek giełdowych notowanych na GPW zachodzi ujemna relacja pomiędzy



zmianami wielkości generowanych strat a zmianami udziału długu w strukturze finansowania. Hipotezę słusznie odrzucono nie znajdując statystycznie istotnych zależności między zmianami wyniku finansowego a udziałem długu. Wątpliwości budzi użycie w hipotezie określenia „zmianami wielkości generowanych strat”. Zgodnie z przyjętymi definicjami nierentownych podmiotów – nie musiały one w całym okresie badania 2007 – 2016 generować strat. Chyba, że w tym badaniu ujęto tylko te lata w których badane spółki wykazywały straty?

Sformułowanie hipotezy H5 budzi wątpliwości: W nierentownych spółkach zaciąganie zadłużenia jest nieefektywne (potwierdzenie: braku efektu tarczy odsetkowej, wysokiego kosztu odsetek, niechęci banków do udzielania kredytów z powodu ryzyka ich niespłacenia, braku możliwości ustanowienia zabezpieczeń). Uważam, że Autor mógłby rozszerzyć pojęcie nieefektywności zadłużania – można się domyśleć, że chodzi o elementy wskazane w nawiasie po sformułowanej hipotezie, ale nie opisano konkretnie jak tą nieefektywność mierzyć. Ostatecznie analizowano koszty odsetek, a pominięto inne elementy „nieefektywności”. W konstruowanych modelach regresji podobnie jak wcześniej nie uwzględniono zmiennych kontrolnych. W wyniku przedstawionych analiz hipotezę H5 odrzucono.

Nie jestem przekonany do sposobu sformułowania hipotezy H6: W nierentownych spółkach notowanych na GPW nie ma możliwości emisji akcji (z powodu niechęci inwestorów do zakupu akcji spółek trwale nierentownych). Po pierwsze brak emisji, jak już pisałem wyżej, nie oznacza braku takiej możliwości. Po drugie – wskazywanie, że powodem braku możliwości ma być „niechęć inwestorów” - nie jest możliwe do zweryfikowania na podstawie przyjętych metod. Samo badanie wykorzystania emisji akcji jest oczywiście zasadne – ale już tak sformułowana hipoteza budzi wątpliwość. W wyniku przeprowadzonych analiz hipoteza słusznie została odrzucona.

W przypadku hipotezy H7 zgadam się z Autorem, że celowym jest analiza możliwości pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa nierentowne – i postawienie takiego celu badań uważam za wartościowe. Wydaje się, iż hipoteza ta mogłaby być sformułowana bardziej precyzyjnie. Hipoteza H7 brzmi: Nierentowne spółki notowane na GPW po kilku kwartałach



przynoszenia strat zaczynają być postrzegane na rynku jako nierokujące i mają ograniczone możliwości pozyskania kapitału. Zastanawiam się, na jakiej podstawie jest sformułowany ten wniosek, skoro Autor nie wspomina o badaniach prowadzonych w ujęciu kwartalnym. Wątpliwości może również budzić to, czy na podstawie analizy zróżnicowania struktury kapitału – zaobserwowanego stanu – można przesądzać o tym, że rynek postrzega jakiś podmiot jako „nierokujący”? Przy weryfikacji tej hipotezy zmieniono sposób definiowania spółek nierentownych – na takie, które w analizowanym okresie ponosiły straty 2 lata z rzędu – Autor nie wyjaśnił powodów zmiany tej definicji. W mojej ocenie Autor słusznie odrzucił hipotezę H7.

Pracę kończy podrozdział 4.8. „Wnioski końcowe” – stanowiący swego rodzaju zakończenie – którego w pracy jako osobnej części nie wyodrębniono. Autor podsumowuje w nim wnioski jakie wysnuł z analiz dotyczących kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem czynników wpływających na zmiany tej struktury w przedsiębiorstwach nierentownych. Warto zauważyć, że część badań miała odwrotny kierunek – sprawdzono w jakim stopniu to rentowność jest wynikiem ukształtowania struktury kapitału. Do zaprezentowanych wniosków w tym podsumowaniu nie mam już innych uwag, poza tymi wskazanymi przy opisie zawartości poprzednich podrozdziałów. Być może warto byłoby rozważyć dodanie w podsumowaniu przedstawienia ograniczeń przeprowadzonych badań i wniosków z nich płynących oraz zarysowania ewentualnych dalszych możliwości zaprojektowania badań w zakresie poruszanej w pracy problematyki.

Podsumowując przeprowadzone w rozdziale czwartym badania stwierdzam, że przedmiot badań nie należał do łatwych, a Doktorant wykazał się zastosowaniem kilku niezależnych metod badawczych, które pozwoliły na kompleksową, wielostronną analizę przyjętych do rozwiązania problemów. Recenzowana rozprawa doktorska spełnia wymogi stawiane pracom doktorskim w zakresie stosowanych metod, a zgłoszone uwagi mają generalnie charakter polemiczny.



6. Uwagi szczegółowe do prezentowanych stwierdzeń i wniosków

- Str. 7 – Postulowałbym złagodzenie stwierdzenia, że występowanie okresowych strat oznacza, że otoczenie zaczyna obserwować „zwiększanie się poziomu każdego rodzaju ryzyka”.
- str. 161 – w czwartym wierszu użyto słowa „należności” zamiast „zobowiązania”.
- str. 197 – rysunek 4.2 ma tytuł „Średni poziom zaciąganych kredytów (...)”, a przedstawia saldo zaciąganych i spłacanych kredytów – dlatego saldo to przyjmuje także wartości ujemne.
- str. 206 – można mieć wątpliwości, czy zobowiązania handlowe można uznać za „formę kapitału” – w kontekście definicji kapitału.
- str. 258 – drugi akapit – Autor napisał, że istnieje ujemna relacja pomiędzy ROE a zmianami udziału długu reprezentowanymi przez wskaźnik struktury pasywów tłumacząc, że wzrost tego wskaźnika oznacza wzrost udziału kapitałów własnych. Według opisu taka sytuacja powodowała spadek ROE. To oznaczałoby jednak, że spadek udziału długu spowodował spadek ROE - a to jest dodatnia relacja.

7. Uwagi szczegółowe do strony formalnej i edycyjnej

Jak już wspomniałem w pkt. 2., rozprawa generalnie została przygotowana starannie zarówno pod względem redakcyjnym oraz edytorskim. Pozwolę sobie jednak zwrócić uwagę na nieliczne niedociągnięcia w tym zakresie:

- zabrakło konsekwencji w zakresie numerowania wzorów. Numery wprowadzono tylko dla niektórych formuł.
- na zaprezentowanych w pracy wykresach nie użyto kolorów lub innego sposobu rozróżnienia nanoszonych na nich krzywych – co znacząco utrudniało analizę wyników. Odcienie serii odnoszących się do cech spółek rentownych i nierentownych są niemal identyczne.



- we wzorze na strukturę kapitału na str. 38 – w mianowniku powinien być znak plus zamiast minus.
- Str. 62 – za niezbyt udane uznaję określenie: „(...) posiadacze kapitału będą mieli głos w decydowaniu przedsiębiorstwa (...)”.
- str. 259 – drugi akapit pierwsze zdanie nie jest logicznie sformułowane.

8. Wnioski końcowe

Podsumowując praca doktorska magistra Marka Leśniaka stanowi ważny przyczynek naukowy, wnoszący do dyscypliny finanse (obecnie: ekonomia i finanse). Zgłoszone uwagi mają charakter głównie polemiczny i nie umniejszają w istotny sposób walorów rozprawy. Do najważniejszych zalet dysertacji należy zaliczyć:

- 1) Ważny, aktualny cel badań z punktu widzenia zarówno nauki jak i praktyki;
- 2) Porządkujący, kompleksowy przegląd teorii i wyników dotychczasowych badań nad strukturą kapitału;
- 3) Przeprowadzenie badań mających na celu wypełnienie luki badawczej w kontekście wyjaśnienia specyfiki kształtowania struktury finansowania przedsiębiorstw nierentownych.

Godnym uwagi jest fakt, że dzięki badaniom przeprowadzonym przez Doktoranta zyskujemy wiedzę na temat ukształtowania źródeł finansowania nierentownych przedsiębiorstw w Polsce oraz o czynnikach które do tego ukształtowania się przyczyniły.

Podsumowując stwierdzam, że w mojej opinii recenzowana praca doktorska spełnia wymagania określone w art. 13 ust. 1, Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. nr 65, poz. 595 z późn. zm.), tj.: stanowi oryginalne rozwiązanie przez Autora zagadnienia naukowego i potwierdza znajomość wiedzy teoretycznej z dziedziny nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse (obecnie w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse). Doktorant



wykazał się także umiejętnością samodzielnego prowadzenia badań naukowych i oceny analizowanych zjawisk finansowych. Przedłożona rozprawa ma oryginalny charakter i dostarcza nowej wiedzy na temat ukształtowania źródeł finansowania nierentownych przedsiębiorstw w Polsce. Na tej podstawie **wnioskuję do Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie o przyjęcie rozprawy doktorskiej Marka Leśniaka jako pracy doktorskiej z dziedziny nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse (obecnie w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse) i dopuszczenie do publicznej obrony.**

Janusz Kubicki