



**POLITECHNIKA  
GDAŃSKA**

WYDZIAŁ ZARZĄDZANIA I EKONOMII



Gdańsk, 16.12.2021

Dr hab. Błażej Prusak, prof. PG

Wydział Zarządzania i Ekonomii

Politechnika Gdańska

### **RECENZJA ROZPRAWY DOKTORSKIEJ**

Autor: mgr Marek Leśniak

Tytuł: Finansowanie nierentownych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA w procesie ich naprawy

Promotor: dr hab. Joanna Wyrobek, prof. UEK

Promotor pomocniczy: dr Maciej Baranowski

Jednostka prowadząca przewód doktorski: Rada Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie

Dyscyplina: finanse

Podstawę sporządzenia recenzji stanowi pismo Przewodniczącego Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie prof. dr. hab. inż. Stanisława Popka, z dnia 22 listopada 2021 r. informujące o powołaniu mnie na recenzenta rozprawy doktorskiej magistra Marka Leśniaka.

#### **1. Uwagi ogólne**

Wybór tematyki opracowania oceniam jako bardzo trafny, gdyż pomimo wielu badań przeprowadzonych nad tworzeniem struktury kapitału w przedsiębiorstwach, dotychczas pominięto kwestie związane z kształtowaniem tej struktury wśród jednostek nierentownych czyli charakteryzujących się gorszą kondycją finansową. Lukę tę próbuje wypełnić Doktorant realizując badania, których wyniki ukazano w

niniejszej pracy doktorskiej. Praca składa się z prawie 300 stron, zawierających wyniki wielu obliczeń i testów statystycznych, co stanowiło dla mnie nie lada wyzwanie. Struktura pracy jest generalnie poprawna. Autor na początku prezentuje teoretyczne zagadnienia dotyczące kształtowania struktury kapitału (definicje, determinanty, teorie), następnie przechodzi do ukazania dotychczasowych wyników badań zrealizowanych przez polskich i zagranicznych naukowców nad tym problemem, a w kolejnych etapach przedstawia metodykę badania i wyniki wraz z wnioskami. Zastrzeżenia można mieć co do tytułu rozdziału II, gdyż: 1) Nie wskazuje, czy chodzi tutaj o badania własne Autora czy badania literaturowe. Dopiero po przeczytaniu choćby wstępu czy treści zawartych w tym rozdziale wiadomo, że chodzi jednak o badania literaturowe. 2) W rozdziale tym jest mowa o zależnościach między różnymi rodzajami determinant (a nie tylko rentownością, jak sugeruje tytuł rozdziału) a strukturą kapitału. 3) Autor pracy odwołał się w tym rozdziale także do badań jakościowych (zob. s. 125, 128-129, 135), a nie tylko i wyłącznie do badań ilościowych. Dlatego treść tego rozdziału nie w pełni jest zgodna z jego tytułem. Można więc np. zaproponować zmianę tytułu tego rozdziału na następujący: „Analiza literatury z zakresu badań empirycznych determinant struktury kapitału”. Cele badawcze zostały co do zasady sformułowane poprawnie, przy czym ich realizacja powinna przebiegać na zasadzie porównania różnych relacji pomiędzy jednostkami rentownymi i nierentownymi. Tak właśnie czyni Autor opracowania. Niestety w mojej opinii niektóre zaproponowane przez Doktoranta hipotezy były rozpatrywane niezależnie (zob. H1 i H3 oraz H2 i H4). Przykładowo, uzyskane przez Autora wyniki, generalnie pokazują występowanie ujemnej relacji między poziomem rentowności a udziałem długu w strukturze kapitałowej dla obydwu grup przedsiębiorstw, rentownych i nierentownych. To powinno skutkować odrzuceniem hipotezy 1 i brakiem odrzucenia hipotezy 3. Jednak takie weryfikowanie hipotez nie pokazuje nam w sposób bezpośredni, czy te różnice pomiędzy grupami podmiotów gospodarczych występują czy nie. A to stanowiło sedno badań. Dlatego uważam, że bardziej poprawnym byłoby zaproponowanie w tym wypadku jednej hipotezy badawczej, w ramach której Autor weryfikowałby występowanie różnic w relacji rentowność-struktura kapitału pomiędzy przedsiębiorstwami rentownymi a nierentownymi. Hipoteza badawcza mogłaby wtedy być następująca: Występują różnice w relacji rentowność – udział długu w strukturze kapitałowej pomiędzy przedsiębiorstwami rentownymi a nierentownymi. Jeżeli chodzi o hipotezę 6, to sugerowałbym, aby sformułować ją inaczej. Stwierdzenie „... nie ma możliwości emisji akcji” sugeruje, że z formalnoprawnego punktu widzenia taka emisja nie może nastąpić, co nie jest prawdą. Faktem jest, że Autor wskazuje w nawiasie, że przyczyną braku pozyskania kapitału poprzez emisję akcji jest niechęć inwestorów do kupna akcji spółek nierentownych. Jednak przy tak

sformułowanej hipotezie, już pozyskanie kapitału za pomocą emisji akcji przez choćby jedną spółkę nierentowną powinno skutkować odrzuceniem tej hipotezy. Mogę jednak domniemywać, że taka forma weryfikacji hipotezy nie była zamierzeniem Autora. Chodziło raczej o sprawdzenie czy w grupie badanych jednostek, taka forma pozyskaniu kapitału jest rzadkością, czy raczej czymś powszechnym. Można byłoby więc zaproponować np. następującą treść tej hipotezy: *Z powodu niechęci inwestorów do zakupu akcji spółek nierentownych szanse na skutecznie przeprowadzoną wśród nich emisję akcji są niewielkie.* Dobór i wykorzystanie narzędzi statystycznych do realizacji badań generalnie oceniam jako poprawny, aczkolwiek szczegółowe uwagi i wątpliwości zamieściłem w punkcie 2. Mam też zastrzeżenia co do strony formalnej pracy, o których wspominam w punkcie 3.

## **2. Uwagi szczegółowe dotyczące poszczególnych rozdziałów i wniosków końcowych**

### *Rozdział I*

Rozdział I oceniam wysoko, zwłaszcza rozważania dotyczące różnych teorii z zakresu kształtowania struktury kapitału. Autor przedstawił te teorie bardzo dokładnie i na końcu rozdziału ukazał ciekawe wnioski. Zabrakło mi jednak w punkcie 1.1. podsumowania co do definicji struktury kapitału i określenia, jaką definicję Autor przyjął w niniejszym opracowaniu. W punkcie 1.2., w tekście nie ma jakiegokolwiek odwołania do tabeli 1.1. Wypadałoby napisać choćby jedno zdanie. Ponadto wydaje mi się, że w tego typu pracy warto byłoby omówić, jak poszczególne czynniki mogą wpływać na kształtowanie struktury kapitału a nie tylko i wyłącznie je wymieniać. Informacje na temat kosztów bankructwa są dosyć pobieżne (s. 53-56). Jest znacznie więcej badań w literaturze dotyczących poziomu kosztów upadłości i kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwach niewypłacalnych lub zagrożonych niewypłacalnością, na które można byłoby się powołać (zob. np. B. Prusak, *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw. Ujęcie międzynarodowe*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 125-130 oraz S. Antill, S.R. Grenadier (2019). *Optimal capital structure and bankruptcy choice: Dynamic bargaining versus liquidation*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 133, Issue 1, pp. 198-224). Mam ponadto wątpliwość, co do stwierdzenia Autora na s. 58 (pierwsze zdanie), iż emisja długu w celu wykupu akcji uprzywilejowanych stanowi zmniejszenie działania dźwigni finansowej. Uważam również, że w punkcie 1.16. można byłoby więcej miejsca poświęcić nad rozważaniami dotyczącymi zależności między rentownością a strukturą kapitału wśród podmiotów nierentownych.

## Rozdział II

Przeprowadzoną w tradycyjny sposób analizę literatury, która została ukazana w rozdziale 2 uważam za udaną. Autor skorzystał z wielu polskich i zagranicznych źródeł literaturowych, które zostały zaprezentowane z podziałem na teorie struktury kapitału. Natomiast, obecnie coraz częściej stosuje się tzw. systematyczny przegląd literatury, w ramach którego określa się różnego rodzaju zasady doboru pozycji literaturowych do analizy, np. okres wydania publikacji, słowa kluczowe, bazy publikacji itp. Warto także podkreślić, że chociaż przegląd literatury został podzielony ze względu na wyniki badań nawiązujących do określonych teorii struktury, to jednak część badań ukazanych w poszczególnych punktach nawiązywała także do innych teorii struktury kapitałowej. Na końcu rozdziału II zabrakło mi punktu podsumowującego wyniki przeprowadzonej analizy literaturowej.

Poniżej prezentuję także kilka uwag szczegółowych dotyczących rozdziału II:

1. S. 133 – Autor powołuje się na pracę E. Chojnackiej i uznaje ją za ważną, natomiast nie przytacza żadnych wyników płynących z badań zrealizowanych przez tę Autorkę.
2. S. 103 – Hipotezy się raczej weryfikuje niż bada.
3. W punkcie 2.2 można było się także odwołać do następujących pozycji:

[Sreedhar T. Bharath](#), [Paolo Pasquariello](#), [Guojun Wu](#), Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions? *The Review of Financial Studies*, Volume 22, Issue 8, August 2009, pp. 3211–3243, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn076>.

Nikolay Halov, Florian Heider, Capital Structure, Risk and Asymmetric Information, *The Quarterly Journal of Finance*, Volume 01, No. 04, 2011, pp. 767-809, <https://doi.org/10.1142/S2010139211000171>

Wenlian Gao, Feifei Zhu, Information asymmetry and capital structure around the world, *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 32, April 2015, pp. 131-159, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.01.005>

## Rozdział III

Jako naukowiec mam świadomość tego, że w badaniach przyjmuje się pewną metodykę badania, w tym określone założenia, które mogą być dyskusyjne. Dlatego poniższe uwagi proszę przyjąć jako pewną formę rozważań, sugestii co do przyszłych badań, wątpliwości i pytań do Autora pracy doktorskiej.

1. W pracy hipotezy i zarazem relacje były weryfikowane przy stale okresowo występujących stratach lub zyskach. Jednym z głównych problemów staje się natomiast kształtowanie struktury finansowej przy zmieniających się wynikach finansowych, a nie rozpatrywanie tego zagadnienia wyłącznie z punktu widzenia jednostek dobrze i źle prosperujących. Myślę, że ta kwestia może być przyczynkiem do podjęcia kolejnych badań.
2. S. 141-142. Z jednej strony trzeba mieć świadomość, iż praca jest obszerna i analizowane zagadnienie obejmuje wiele wątków. Z drugiej jednak strony przyjęte założenia, co do braku oceny przyczyn przejściowej złej sytuacji znacznie ograniczają wnioskowanie. To właśnie czynniki odpowiadające za pogorszenie kondycji finansowej mogą w istotny sposób wpływać na dobór odpowiednich źródeł finansowania.
3. Przyjęte założenia co do przyporządkowania jednostek do grupy o przejściowo złej sytuacji finansowej są kwestią sporną. Dlaczego przyjęto np. 4 a nie 5 lat wygenerowanych w okresie badawczym strat i 3 a nie 4 lata ciągłej straty. Warto byłoby przedstawić argumenty przemawiające za tym ujęciem. Należy też pamiętać, że okres badawczy obejmował kryzys finansowy, co mogło mieć wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstw. Należy sobie też zadać pytanie, czy firmy w złej sytuacji finansowej zawsze mają wybór co do kształtowania struktury finansowej. Czy nie są to jednak decyzje wymuszone przez określoną sytuację?
4. Na s. 142-143 nie ukazano metod (jak to sugeruje nazwa podpunktu) badania struktury kapitału spółek GPW generujących ujemne wyniki finansowe lecz mierniki służące do oceny tej struktury kapitału. Analogiczna uwaga o braku spójności tytułu z treścią dotyczy też kolejnego podpunktu (s. 144).
5. S. 145, oraz punkty 4.4, 4.7.3 – Czy w badaniu wystąpiły przypadki, kiedy to zarówno kapitał własny jak i wynik finansowy przyjmowały wartości ujemne co powodowało otrzymanie dodatniej wartości ROE? Z moich wstępnych obserwacji wynika, iż tak mogło być (zob. np. spółki dobrane do analizy: Aton HT, Drewex). Takie przypadki mogły zniekształcić wyniki prowadzonych kilku badań. Jak z nimi postąpiono podczas przeprowadzonej analizy?
6. S. 150 – Czy zgodnie z wymaganiami stawianymi przed zastosowanymi w pracy modelami ekonometrycznymi panelowymi zostało spełnione założenie co do losowości próby lub zastosowania danych pochodzących z populacji? O takim założeniu Autor pisze na stronie 150, natomiast nie pojawiają się żadne informacje na temat spełnienia tych założeń w rozdziale III oraz podczas prezentacji wyników badań w rozdziale IV.



## *Rozdział IV*

Rozdział IV empiryczny jest najdłuższy i liczy ponad 140 stron. Na plus zasługuje to, że przy badaniu relacji Autor wykorzystuje najpierw prostsze metody statystyczne, które następnie są uzupełniane bardziej skomplikowanymi modelami ekonometrycznymi. Widać też ogromną pracę Autora, jaką wykonał podczas realizacji tych badań. Z drugiej jednak strony można też zauważyć, że pewne analizy i wnioski są niedopracowane. Występują niedociągnięcia, o których wspominam poniżej:

1. Na s. 10 we wstępie do pracy napisano, iż do analizy przyczynowości zjawisk wykorzystano testy Grangera. W rozdziale empirycznym pracy (rozdział IV) Autor nie odwołuje się do tych testów. Tak więc nie wiem, czy testy te zostały zastosowane w badaniach, czy jednak nie.
2. S. 153 – Nie wszystkie wypunktowane informacje mają formę wskaźników finansowych, np. kapitał własny, zobowiązania podatkowe. Wskaźnik finansowy powinien ukazywać relację dwóch wielkości.
3. Punkt 4.2. - podczas prezentacji wyników badań dot. porównania struktury kapitałowej spółek rentownych z nierentownymi należałoby także zaprezentować liczebność poszczególnych grup.
4. Nie podano w pracy jak postępowano ze spółkami, które w ramach jednego kryterium były kwalifikowane do nierentownych ale w ramach pozostałych już nie. Czy kwalifikowano je podczas analiz do firm rentownych poza kryterium kwalifikacji do nierentownych? Czy wykluczano je wówczas z próby badawczej.
5. S. 155- Różnice między spółkami rentownymi i nierentownymi dotyczyły także udziału długu w sumie bilansowej, o czym Autor nie wspomniał. Ponadto w tabeli 4.1 jest mowa np. o zobowiązaniach podatkowych, kapitale własnym itp. a nie o ich udziałach w sumie bilansowej. We wnioskach na s. 155 Autor odwołuje się zaś do udziałów. Na tej podstawie trudno więc stwierdzić, czy chodzi o występowanie istotnie statystycznych różnic pomiędzy np. kapitałami własnymi, czy zaś między udziałami kapitałów własnych.
6. S. 158 – Na podstawie przeprowadzonych badań raczej to spółki rentowne a nie nierentowne (jak to napisał Autor) wykazywały wyższe wartości wskaźników długu (przypominam, że analizę przeprowadzono na podstawie porównania median).
7. Na s. 160 we wnioskach Autor pominął świadczenie pracownicze, które również wykazywały istotne statystycznie różnice pomiędzy analizowanymi grupami. Jeżeli chodzi o wnioski dotyczące wyższego poziomu np. zobowiązań podatkowych wśród przedsiębiorstw

nierentownych to trzeba być ostrożnym. Widać bowiem, że uzyskano przeciwne wyniki na poziomie średniej arytmetycznej i mediany.

8. S. 161-162 – W przypadku kilku mierników widać, że występują znaczące różnice pomiędzy medianą a średnią arytmetyczną. Można przypuszczać, iż wpływ na to miały tzw. wartości odstające. Formułowanie w związku z tym jednoznacznych wniosków jest utrudnione w mojej opinii. Przykładowo Autor z jednej strony napisał, że wyższy poziom wskaźników (chodzi tutaj o te miary, które były istotne statystycznie) miały spółki rentowne. Z drugiej jednak strony wyciągnął wniosek, że udział długu jest wyższy w spółkach nierentownych. Ten drugi wniosek najprawdopodobniej został wyciągnięty na podstawie porównania średnich arytmetycznych wskaźników, dla których różnice pomiędzy medianami nie były istotne statystycznie.
9. Punkt 4.2.2. – Przykładowo do modelu z tabeli 4.5 włączono tylko część zmiennych objaśniających. Jedne są statystycznie istotne a inne nie. Nie ma żadnej informacji, która mówiłaby o sposobie doboru zmiennych do tego modelu. Ponadto wydaje się, iż rozsądnym postępowaniem byłoby również zbudowanie modelu uwzględniającego tylko zmienne istotne statystycznie. Oprócz ilorazu szans przydałoby się podać w pracy także inne miary dobroci dopasowania.
10. S. 196 – Myślę, że oprócz liczby wyemitowanych akcji warto było pokazać również wartość pozyskanego kapitału w drodze emisji akcji.
11. S. 205 – Wydaje mi się, że na podstawie uzyskanych obliczeń wniosek o małym znaczeniu leasingu w procesie naprawy nie do końca jest uzasadniony. Dane były dostępne wyłącznie dla dwóch lat i w 18 przypadkach udało się to finansowanie pozyskać. Tak więc przy relatywnie niewielkiej próbie jest to znaczący odsetek. Warto byłoby jednak we wnioskach dodać informacje o udziałach tego finansowania w sumie bilansowej.
12. Wnioski ukazane na s. 257-258 są niejasne i w pewnym stopniu sprzeczne. Z jednej strony Autor napisał, że dla **wszystkich** spółek (rozumiem, że chodzi tutaj o spółki rentowne i nierentowne) zachodzi ujemna relacja między zmianami udziału długu a zmianami wskaźników ROA i ROE. Ponadto stwierdza, że dla **wszystkich** spółek zachodzi ujemna relacja między udziałem długu, a wskaźnikami rentowności sprzedaży oraz rentowności wyniku operacyjnego.  
Z drugiej jednak strony Doktorant stwierdza, że nie ma podstaw do odrzucenia H1, zakładającej dodatnią relację pomiędzy tymi zmiennymi dla spółek rentownych (zob. także s. 289).

13. Punkty 4.7.4 i 4.7.5 (s. 258-261). 1) Pierwsze pytanie jakie się rzuca w oczy to, jak kalkulowano indeksy łańcuchowe w przypadku zmian wyników finansowych z ujemnych na dodatnie? 2) We wnioskach do punktu 4.7.5 mowa jest o relacji zmiany strat i wskaźników udziału długu zarówno dla spółek rentownych jak i nierentownych. Zarówno w tabeli 4.65 jak i w tekście poprzedzającym ten wniosek mowa była o wynikach finansowych a nie o stratach. Ponadto nawet dla spółek nierentownych przy przyjętych w pracy kryteriach zaliczenia ich do tej grupy podmiotów mogły się zdarzyć dodatnie wartości mediany wyniku finansowego w przyjętym 10-letnim okresie analizy. Dlatego we wnioskach sugerowałbym używać pojęcia wyniku finansowego a nie straty.
14. S. 282 – Sposób formułowania i weryfikacji H7 może budzić wątpliwości. Zmiana zadłużenia odsetkowego może być pochodną wielu determinant i nie zawsze musi prowadzić do postrzegania spółek jako nierokujących. Ponadto informacja typu „po kilku kwartałach przynoszenia strat” jest nieprecyzyjna.
15. S. 286 i 287 – Warto podczas podawania informacji o parametrach modelu także podać liczebność spółek z dwóch przyjętych grup jednostek.
16. We wnioskach przydałoby się zaprezentować praktyczne implikacje płynące z przeprowadzonych badań i uzyskanych wyników oraz zaproponować dalsze kierunki badań. Myślę, że ciekawą formą kontynuacji badań mogłoby być przeprowadzenie badań jakościowych wśród osób zarządzających przedsiębiorstwami nierentownymi w obszarze kształtowania przez nich struktury kapitałowej.

### **3. Ocena strony formalnej**

Praca liczy prawie 300 stron i mam świadomość, że przy tak obszernej dysertacji mogą pojawiać się pojedyncze niedociągnięcia. Choć została ona napisana językiem zrozumiałym, to w mojej ocenie zabrakło rzetelnego końcowego jej zredagowania i wyeliminowania błędów językowych oraz uwzględnienia uniwersalnych wymogów stawianych tego typu pracom. Przykładowo, Autor wybiórczo numeruje pojedyncze wzory, pozostawiając przy tym wiele wzorów nieponumerowanych. W tytułach niektórych tabel lub w oznaczeniach osi brakuje jednostek. W pojedynczych fragmentach opracowania pojawiają się sprzeczne wywody. Niektóre wskaźniki są opisywane inaczej na różnych stronach. Dodatkowo w niektórych fragmentach pracy brakuje precyzji formułowania wniosków, czy prezentacji



danych oraz przebiegu badań. Uwagi szczegółowe oraz wątpliwości co do zawartych treści pracy zaprezentowałem poniżej:

- S. 10 – Czym różniła się wartość księgowa od wartości kapitałów własnych (suma)?
- S. 11- W jednym ze zdań niepotrzebnie dwukrotnie umieszczono słowo „rozdziale”.
- S. 17 – Powinno być „zależą od”, a nie „zależy od”.
- S. 23 – W punkcie 2 zabrakło słów lub słowa na końcu zdania.
- S. 24 – Zamiast „problemu” ma być „problem”.
- S. 28 – Opis zmiennych i indeksów dolnych nie koresponduje z oznaczeniami tych zmiennych na rys. 1.2.
- S. 29 – Nazwa osi Y sugeruje, że na rysunku 1.3 powinny być ukazane koszty kapitału a nie wartość przedsiębiorstwa.
- S. 30 - Na rysunku 1.4 brakuje oznaczenia kosztu kapitału całkowitego.
- S. 31 – Różnicę między stopami zwrotu w tym przypadku należy podawać w punktach procentowych a nie w %.
- S. 38 – We wzorze 1.1. w mianowniku powinien być raczej znak „+” a nie „-”.
- S. 40 - Powinno być „znaleźć” a nie „zaleźć”.
- S. 53 - Powinno być „wynikające z prawdopodobieństwa...”
- S. 64 – Powinno być „którą”, a nie „który”.
- S. 71 – Powinno być „w tym zakresie”.
- S. 77 – Powinno raczej być „modele oparte na asymetrii informacyjnej”.
- S. 79 - (punkt 1.13) - Brakuje odwołań do literatury.
- S. 85 - Powinno być „było” zamiast „był”.
- S. 104 - Okres badań zrealizowanych przez A. Cwynara i innych obejmował lata 2006-2011 a nie jak wskazał Autor „od roku 2006 do 2001”.
- S. 117 – Sugeruję dodać, że chodzi o lata 90. ale XX wieku.
- S. 118 – Okres od roku 2009 do 2013 na pewno nie obejmuje 6 lat, tak jak to napisał Autor.

S. 121 – Autor czeskich badań nazywa się Bauer, a nie Baurer czy Braurer, tak jak to napisał Doktorant. Ponadto w jednym ze zdań należy usunąć słowo „badaniach”.

S. 126 – Powinno być „z drugiej jednak strony”.

S. 143 - Tabela 3.1 - W wielu wypadkach nazwa relacji i sposób wyznaczania są identyczne. Moim zdaniem można było rozważyć, bądź usunięcie kolumny „Relacja” lub określenie relacji słownie a nie za pomocą wzoru (tak jak to np. zrobiono dla wskaźników od 1 do 4).

S. 145 – Tytuł tabeli 3.3. nie odzwierciedla jej treści.

Tabele 4.2, 4.3 i inne (s. 157 i dalsze) – Wydaje się, że przynajmniej niektóre wyniki powinny być ukazane z większą dokładnością niż dwa miejsca po przecinku. Przykładowo w tabeli 4.2 dla pozycji „długoterminowe zobowiązania odsetkowe – leasing” wartości mediany dla obydwu grup przedsiębiorstw są identyczne i równe 0, zaś wynik testu pokazuje występowanie istotnych statystycznie różnic. Można się jedynie domyślać, że te mediany rzeczywiście się różnią ale te różnice występują na kolejnych miejscach po przecinku.

S. 197 - W przypadku rysunku 4.2 brakuje podania jednostek, np. tys. zł.

S. 202 – Powinno być „stosowanie finansowania”.

S. 216 (H1) – Nie podano o jaką relację chodzi, dodatnią czy ujemną. Można się jedynie domyślać, że chodzi o relację dodatnią.

S. 245, 252 – W tekście powinno być „ROA” a nie „ROE”.

S. 209 – Należy usunąć „na” przed „względnie stały”.

Podczas interpretacji wskaźnika struktury pasywów raz jest mowa o udziale kapitału własnego w sumie bilansowej (zob. np. s. 258) a raz o relacji między kapitałem własnym a zobowiązaniami ogółem (zob. np. s. 237).

S. 259 – W następującym zdaniu brakuje tekstu lub słowa: „Następnie w kolejnym kroku badania .....”.

S. 259 – W podpunkcie a) pojawia się nowy wskaźnik, który w mojej ocenie jest analogiczny do wskaźnika określonego w punkcie b). Ponadto ten miernik nie pojawia się w tabeli 4.65.

S. 266 – Powinno być chyba napisane, że spółki nierentowne miały wyższy poziom kosztów odsetkowych w relacji do spółek rentownych (w tekście jest „spółek nierentownych”).


S. 287 (rys. 4.8)– Brak podania jednostek zmiennej na osi Y.

S. 289 – Ukazana przez Autora H2 jest to kopia hipotezy nr 1. W H2 chodziło o weryfikację relacji pomiędzy stabilnością wyników finansowych a strukturą kapitałową wśród rentownych jednostek. Ponadto we wnioskach dot. weryfikacji tej hipotezy Autor odwołuje się do spółek nierentownych a nie rentownych.

#### 4. Konkluzje i wniosek końcowy

Praca doktorska dotyczy bardzo ważnego zagadnienia. Autor opracowania znalazł lukę i podjął się badania w zakresie kształtowania struktury kapitału wśród spółek przejściowo nierentownych. Wybór tematyki opracowania oceniam więc jako bardzo trafny. Rozdziały teoretyczne, mimo moich zastrzeżeń oceniam wysoko. Jeżeli chodzi o badania empiryczne, to do niektórych kwestii mam sporo uwag, wątpliwości oraz część z nich ma charakter dyskusyjny (zob. uwagi dot. rozdziałów 3 i 4). Uważam jednak, że pomimo moich krytycznych uwag spora część badań jest jednak wartościowa. Zalecam także Doktorantowi przy pisaniu kolejnych tekstów naukowych większą precyzyjność w formułowaniu wniosków, przedstawianiu metodyki badania oraz położenie większego nacisku na stronę formalną opracowań.

Moim zdaniem praca doktorska pt. „*Finansowanie nierentownych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA w procesie ich naprawy*” w stopniu dopuszczającym odpowiada ustawowym wymaganiom stawianym pracom doktorskim. Dlatego też wnoszę do Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie o dopuszczenie Pana mgra Marka Leśniaka do publicznej obrony.



Błażej Prusak

