

Warszawa, 25 września 2024 r.

dr hab. Agata Adamska, prof. SGH
Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji
Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Anety Kalisiak-Drejgier
pt. *Modelowe ujęcie struktury kapitału spółek sektora budowlanego
w Unii Europejskiej***

(dziedzina nauk społecznych, dyscyplina ekonomia i finanse)

Rozprawa została napisana pod kierunkiem dr hab. Justyny Franc-Dąbrowskiej, prof. SGGW (promotor) oraz dr Magdaleny Mądrej-Sawickiej (promotor pomocniczy).

1. Ocena trafności podjętej problematyki badawczej i jej oryginalności

Struktura kapitału stanowi węzłowy problem nauki o finansach przedsiębiorstw. Antecedensy i konsekwencje ukształtowania relacji długu i kapitału własnego są przedmiotem rozważań naukowców od długiego czasu. Liczne dotychczasowe badania zaowocowały sformułowaniem szeregu teorii wyjaśniających niektóre z zależności występujących zarówno w ramach procesu decyzyjnego dotyczącego struktury kapitału i odnoszących się do poszczególnych źródeł finansowania, jak i związanych z wpływem tych decyzji na wyniki i wartość przedsiębiorstwa. Nadal jednak nie znaleziono odpowiedzi na kluczowe pytanie o optymalną strukturę kapitału, która w dowolnie wybranym przedsiębiorstwie zwiększałaby jego wartość. Na polu tworzenia teorii oczekiwanej przez praktyków naukowcy ciągle przegrywają. Obszar tematyczny pozostaje zatem nadal aktualnym polem eksploracji.

W tym kontekście podjęcie przez Doktorantkę tematyki uwarunkowań kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwach wybranego sektora jest cenne, jako że poszerza dostępne zasoby przeprowadzonych analiz. Interesujące wydaje się

przy tym samo ujęcie tematu. Z jednej strony rozważania zostały ograniczone do sektora budowlanego, co pozwoliło na pogłębienie rozważań w odniesieniu do w miarę jednorodnej grupy przedsiębiorstw (mikroskala), z drugiej zaś – Autorka pokusiła się o międzynarodową analizę porównawczą, co dało możliwość szerszego uwzględnienia wpływu otoczenia (makroskala).

Biorąc pod uwagę znaczenie i aktualność analizowanych w pracy zagadnień, wybór tematu należy uznać za trafny. Sposób ujęcia poruszanej problematyki nosi znamiona oryginalności.

2. Ocena prawidłowości struktury dysertacji

Recenzowana rozprawa liczy 239 numerowanych stron razem ze wszystkimi załącznikami. Zasadnicza część dysertacji obejmuje wstęp, pięć rozdziałów merytorycznych oraz podsumowanie. We *Wstępie* (opatrzonym numerem porządkowym 1.) uzasadniono wybór tematu rozprawy, zaprezentowano cele i hipotezy badawcze, a także metodykę badań. Pierwsze dwa rozdziały merytoryczne, zatytułowane odpowiednio *2 Rynek kapitałowy a możliwość kształtowania struktury kapitału przez spółki kapitałowe* oraz *3 Determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw notowanych na rynkach kapitałowych*, pełnią funkcję wprowadzenia do części badawczej pracy. Wyniki badań własnych zawarte zostały w kolejnych trzech rozdziałach (*4 Charakterystyka analizowanych spółek giełdowych z sektora budowlanego*; *5 Determinanty struktury kapitału w sektorze budowlanym* oraz *6 Modelowe ujęcie struktury kapitału spółek sektora budowlanego*). Całość rozważań jest zakończona częścią zatytułowaną *Podsumowanie*.

Konstrukcja recenzowanej dysertacji wydaje się być zatem zgodna z zasadami powszechnie stosowanymi w tego typu opracowaniach – rozdziały teoretyczne poprzedzają empiryczne, a wstęp i podsumowanie stwarzają ramy rozprawy porządkujące ją pod względem formalnym i merytorycznym.

3. Ocena merytoryczna treści

Pierwszy rozdział merytoryczny (*2 Rynek kapitałowy a możliwość kształtowania struktury kapitału przez spółki kapitałowe*) rozpoczyna się fragmentem zatytułowanym

2.1 Kapitał akcyjny i jego znaczenie w kształtowaniu struktury kapitału. Poświęcono go prawie w całości wybranym zagadnieniom związanym z kapitałem własnym, głównie jego strukturą i kosztem, a kwestia samego kapitału akcyjnego została ograniczona do wzmianek o problemach występujących w odniesieniu do ustalania ceny emisyjnej akcji oraz o przesłankach emisji lub skupu akcji własnych. Kolejny podrozdział (*2.2 Ewolucja teorii struktury kapitału*) zawiera syntetyczny przegląd teorii przedstawiony w przemyślany, spójny sposób. Jego lektura zdecydowanie łagodzi wrażenie niedosytu pozostawione przez pierwszy podrozdział. Następna część (*2.3 Strategie finansowania a struktura kapitału w decyzjach spółek kapitałowych*) zawiera rozważania o strategiach finansowania i o strukturze kapitału oraz o niektórych efektach stosowania strategii konserwatywnej i agresywnej. Zabrakło niestety powiązania z występującymi w tytule tego podrozdziału decyzjami. Ostatni podrozdział w tym rozdziale (*2.4 Preferencje dotyczące struktury kapitału a rzeczywiste możliwości jej kształtowania*) zawiera dość szeroki przegląd wyników badań odnoszących się do różnorodnych determinant kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstw. Część ta kończy się nieco zaskakującą konkluzją, że to preferencje są „uwarunkowane wieloma czynnikami, a tym samym nimi ograniczone”, a nie same wybory decydentów.

Rozdział pierwszy poświęcony został zatem rozważaniom dotyczącym ogólnie struktury kapitału przedsiębiorstw, a uszczegółowionym w odniesieniu do spółek publicznych w cytowanych wynikach badań. Kluczowe zagadnienie zaawizowane w tytule *Rynek kapitałowy a możliwość kształtowania struktury kapitału przez spółki kapitałowe* zostało więc opisane, chociaż jego analiza odbyła się bardziej w sposób dorozumiany niż wyrażony wprost.

Drugi rozdział merytoryczny (*3 Determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw notowanych na rynkach kapitałowych*) rozpoczyna się charakterystyką geograficznego zróżnicowania struktury kapitału. Ta część zatytułowana została *Struktura kapitału w ujęciu rynków rozwiniętych i rozwijających się*. Przegląd szerokiego wachlarza różnorodnych badań w tym zakresie doprowadził Doktorantkę do sformułowania spostrzeżenia, że „wyniki badań pozostają często sprzeczne. Trudno zatem przyjąć jednoznaczny obraz finansowania przedsiębiorstw w krajach rozwiniętych i rozwijających się.” (s. 57). Jest to ten sposób podsumowania, który

otwiera drogę do szerszego uzasadnienia podjęcia badań własnych. Podobnych podsumowań nie doczekały się jednak kolejne podrozdziały zawierające równie szerokie przeglądy badań dotyczących zróżnicowania struktury kapitału w przedsiębiorstwach działających w różnej skali (3.2 *Struktura kapitału w podziale na wielkość przedsiębiorstwa*) i różnych branżach (3.3 *Struktura kapitału ze względu na typ prowadzonej działalności*), a także badań odnoszących się do wpływu wybranych zmiennych makroekonomicznych na tę strukturę (3.4 *Struktura kapitału a determinanty makroekonomiczne ją kształtujące*).

Dwa opisane dotychczas rozdziały, mające stanowić kontekstowe wprowadzenie do badań własnych nie zostały zwieńczone konkluzjami, które pozwalałyby bezpośrednio połączyć części literaturową i empiryczną pracy. Zabrakło chociażby wskazania najważniejszych luk badawczych, czy uzasadnienia sformułowanych hipotez, co postawiło czytelników rozprawy w sytuacji konieczności dokonywania własnych interpretacji.

Rozdział 4, który zatytułowany został: *Charakterystyka analizowanych spółek giełdowych z sektora budowlanego*, rozpoczyna część badawczą pracy. Zawiera on cztery podrozdziały, z których pierwszy (4.1 *Charakterystyka rynków kapitałowych*) wydaje się wykraczać poza zakres określony tytułem. Rozważania w nim zawarte, dość chaotyczne i powierzchowne, nie znalazły kontynuacji w kolejnych częściach opracowania. Co więcej, dane odnośnie do liczby i rodzaju spółek budowlanych notowanych na poszczególnych europejskich rynkach akcji zostały zaprezentowane już wcześniej (1. *Wstęp*, s. 17-23). Wydaje się, że rezygnacja z tego podrozdziału przyniosłaby więcej korzyści (m.in. poprzez podniesienie spójności przekazu), niż jego obecność.

Pozostałe trzy podrozdziały zawierają istotną część badań, uwzględniając charakterystykę uwarunkowań branżowych (4.2 *Specyfika sektora budowlanego*) oraz wskaźników finansowych przedsiębiorstw z badanej próby (4.3 *Sytuacja majątkowo-kapitałowa analizowanych spółek* i 4.4 *Źródła finansowania spółek giełdowych*). Ta ostatnia część jest jednym z najobszerniejszych fragmentów dysertacji i zawiera, jak się wydaje, analizę potencjalnych zmiennych zależnych możliwych do wykorzystania w kolejnych etapach badań. W opisie statystyk poszczególnych wskaźników brakuje

jednak szerszej interpretacji ich wartości, a w szczególności odniesienia się do wyraźnie odstających wyników dotyczących roku 2015.

W rozdziale piątym, *Determinanty struktury kapitału w sektorze budowlanym*, Doktorantka kontynuuje prezentację badań własnych. Rozdział rozpoczyna charakterystyka wartości wybranych wskaźników kondycji finansowej analizowanych przedsiębiorstw (5.1. *Zmienne różnicujące strukturę kapitału*) oraz wskaźników rynkowych: P/E i kapitalizacji (5.2. *Czynniki związane ze stopniem rozwoju rynków kapitałowych*). Ostatni podrozdział zatytułowany *Ocena wieloczynnikowa determinant struktury kapitału* zawiera obliczenia z wykorzystaniem zmiennych prezentowanych w podrozdziałach 4.4, 5.1 i 5.2 oraz innych zmiennych, nie opisanych dokładniej we wcześniejszych częściach dysertacji (np. stopa podatkowa, stopa inflacji). Doktorantka dużą wagę przyłożyła nie tylko do wykonania samych obliczeń, ale i ich czytelnej prezentacji. Liczne tabele zawierają wyniki cząstkowe, testy istotności otrzymanych statystyk, a najważniejsze wartości zaznaczone zostały na czerwono.

Ta drobiazgowa analiza jest interesująca, jednak pewien niedosyt budzi brak wniosków. Autorka ograniczyła się do jednego zdania: „Przeprowadzona wieloczynnikowa analiza determinant struktury kapitału pokazała bardzo silną oraz umiarkowaną współzależność pomiędzy wieloma wielkościami opisującymi strukturę kapitału badanych podmiotów oraz czynnikami mikroekonomicznymi, i makroekonomicznymi.” (s. 157). Uzupełnienie stanowią kolejne odniesienia do wcześniejszych badań dotyczących analizowanych zależności – potwierdzają one wprawdzie umiejętność Autorki korzystania z zasobów adekwatnej literatury, która to umiejętność zaprezentowana została już we wcześniejszych częściach rozprawy, ale kompetencje w zakresie poszukiwania źródeł nie mogą zastępować własnej interpretacji wyników przeprowadzonych badań i samodzielnego wyciągania wniosków.

Analiza poszczególnych zmiennych, ich par i grup została uzupełniona o analizę panelową zawartą w rozdziale (*Modelowe ujęcie struktury kapitału spółek sektora budowlanego*). Po syntetycznej prezentacji czterech modeli ekonometrycznych obejmujących wybrane zmienne Autorka zamieściła dwa modele graficzne mające charakter koncepcyjny, przedstawiające schematyczny obraz opisywanych w pracy zależności. Można odnieść wrażenie, że są one formą podsumowania, która uwzględnia

nie tylko analizy statystyczne, ale i wyniki przeglądu literatury. Modele te zasługiwałyby więc na oddzielny podrozdział, a przede wszystkim na szersze omówienie. Sposób ich prezentacji i umieszczenie w strukturze pracy łącznie z modelami ekonometrycznymi pomniejsza znaczenie modeli koncepcyjnych. Nie wydaje się, żeby był to zabieg zamierzony, jako że „celem głównym rozprawy było zaproponowanie modelowej koncepcji struktury kapitału spółek sektora budowlanego notowanych na rynkach kapitałowych w krajach Unii Europejskiej z uwzględnieniem ich podziału na rynki rozwinięte i rozwijające się” (s. 16). Do „modelowej koncepcji” Doktorantka nawiązuje także w czwartym celu pomocniczym: („propozycja modelowej koncepcji struktury kapitału dla spółek kapitałowych sektora budowlanego w podziale na rynki rozwinięte i rozwijające się” – s. 16) oraz w sformułowaniu dodatkowego celu aplikacyjnego („Celem aplikacyjnym rozprawy doktorskiej było opracowanie i weryfikacja modelowej koncepcji struktury kapitału spółek sektora budowlanego notowanych na rozwiniętych i rozwijających się rynkach kapitałowych.” – s. 16).

Podsumowując całość oceny należy stwierdzić, że uzyskany przez Autorkę efekt nie jest w pełni adekwatny do włożonego wysiłku, a w dysertacji drzemie niewykorzystany potencjał. Odnosząc się do empirycznych rozdziałów pracy, trzeba zauważyć, że Doktorantka dobrze opanowała umiejętność pozyskiwania danych i ich analizy, w tym z wykorzystaniem narzędzi statystycznych. Nie wykazała natomiast skłonności do pogłębionego, bardziej przekrojowego spojrzenia i poszukiwania wyjaśnień stwierdzonych zależności. Z drugiej strony, zademonstrowała znajomość procedury badawczej i konsekwencję w realizacji poszczególnych etapów procesu badawczego. Problematiczna okazała się natomiast forma prezentacji przebiegu tego procesu. Jest to jednak wyzwanie nawet dla bardziej doświadczonych badaczy – trzeba bowiem postawić się w roli odbiorcy przekazu, który w przeciwieństwie do badacza nie zna przyjmowanych założeń, motywacji kryjących się za dokonywanymi wyborami, ograniczeń związanych z pozyskiwaniem i analizą danych itd. W przypadku dysertacji, szeroki zakres badań wymaga szczególnej staranności w formułowaniu przekazu i niepozostawiania zbyt wielu wątków *implicite*. Jedną z metod wypełniania luk powstających w wyniku traktowania pewnych treści jako „domyślnych” jest stosowanie, po ukończeniu kolejnych etapów badań, syntetycznych podsumowań

zawierających nawiązania do wcześniejszych ustaleń bądź stanowiących wprowadzenie do kolejnego stadium. Tego typu rozwiązań wyraźnie w pracy zabrakło. W całej rozprawie Doktorantka unika również konsekwentnie formułowania własnych ocen, interpretacji i wniosków, ograniczając się do sprawozdawania stwierdzonych przez siebie faktów lub przywoływania opinii innych badaczy, bez ustosunkowywania się do nich. Wydaje się, że precyzyjniejsze formułowanie opisu poszczególnych faz badania oraz krytyczna refleksja dotycząca prezentowanych treści stanowią te elementy warsztatu badacza, które Doktorantka będzie musiała doskonalić, chcąc w przyszłości prowadzić dalszą pracę naukową.

4. Ocena formalnej poprawności rozprawy

Od strony formalnej praca przygotowana została prawidłowo – Doktorantka respektuje zwyczajowo przyjęte reguły. Struktura pracy uwzględnia podział na rozdziały i podrozdziały, poszczególne części zostały wyraźnie wyodrębnione. Tekst uzupełniają liczne tabele i wykresy, z których część zamieszczono w aneksie. Dzięki sporządzeniu spisów wszystkich wyodrębnionych części pracy, obiektów ilustracyjnych i właściwego ponumerowania przypisów, praca stwarza wrażenie bardzo uporządkowanej.

Autorka nie ustrzegła się jednak także pewnych niedociągnięć. Największy problem stwarzają nieprecyzyjne, nie zawsze odpowiadające zawartości tytuły zarówno poszczególnych części tekstu, jak i obiektów graficznych. Przykładowo tytuł: „Liczba spółek budowlanych w podziale na kraje UE w latach 2008-2018” (Wykres 2., s. 21) nie jest adekwatny w odniesieniu do danych zawartych na wykresie – liczba spółek budowlanych w Polsce (ponad 400) jest zbyt mała, gdyby uwzględnić wszystkie zarejestrowane podmioty, a zbyt duża, jeśli ograniczyć się do spółek publicznych. Inny dość charakterystyczny przykład braku precyzji w formułowaniu tytułu: „Wykres 34. Wskaźnik płynności finansowej bieżącej według grupowania rynków kapitałowych” (s. 127) – nie wiadomo, czy na wykresie przedstawiono średnie, mediany, czy jakieś inne statystyki, jak pogrupowane, w jakim okresie itp.

Kolejne słabości stanowią niezręczne niekiedy tłumaczenia przytaczanych obcojęzycznych wyników badań (np. „Jak wynika z ich badań, firmy publiczne

w większym stopniu korzystają z finansowania dłużnego, gdy mają siedziby na obszarach, na których fundamentalne dane demograficzne sugerują, że lokalni inwestorzy wolą bezpieczniejsze aktywa, tj. tam, gdzie ludność lokalna jest starsza i ma wyższy stosunek kobiet do mężczyzn.” – s. 51) oraz brak konsekwencji w stosowaniu nazw mierników (np. w rozdziale 5. skrót EV – raz jest rozwijany jako „Economic Value”, innym razem jako „Enterprise Value”). Prawdziwy zgrzyt w naukowym tekście ekonomicznym stanowi jednak „złotówka”, która pojawiła się w jednym z cytowanych fragmentów (s. 138). W doborze cytowanych źródeł dobrze jest kierować się również stosowaną w nich nomenklaturą.

5. Konkluzja

Pomimo zgłoszonych uwag recenzowana dysertacja zasługuje na ocenę pozytywną. Podkreślić należy wagę podjętej przez mgr Anetę Kalisiak-Drejgier tematyki badawczej. Docenić także trzeba takie elementy jak: spójność struktury dysertacji, wyczerpujący przegląd literatury oraz szeroki zakres przeprowadzonych przez Doktorantkę badań.

Reasumując należy stwierdzić, że rozprawa przygotowana przez mgr Anetę Kalisiak-Drejgier pt. *Modelowe ujęcie struktury kapitału spółek sektora budowlanego w Unii Europejskiej*, spełnia wymogi określone w art. 13. Ustawy z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (t.j. Dz.U. 2017 poz. 1789 ze zm.). Tym samym rozprawa ta może stanowić podstawę do ubiegania się o nadanie stopnia naukowego doktora nauk społecznych w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse. Wnoszę zatem o jej dopuszczenie do publicznej obrony.

