

RECENZJA

rozprawy doktorskiej magister Anety Kalisiak-Drejgier
z tytułu

Modelowe ujęcie struktury kapitału spółek sektora budowlanego w Unii Europejskiej
napisanej pod kierunkiem dr hab. Justyny Franc-Dąbrowskiej, prof. SGGW (promotor
pomocniczy – dr Magdalena Mądra-Sawicka)

1. Uwagi ogólne

Podstawę do opracowania niniejszej recenzji stanowi pismo dr hab. Mariusza Maciejczaka, prof. SGGW, Przewodniczącego Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie z dnia 26 czerwca 2024 roku. Podstawą formalną oraz prawną niniejszej recenzji jest ustawa z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (tekst jednolity: Dz.U. z 2023 r. poz. 742 z późniejszymi zmianami).

1. Wybór tematu

Problematyka struktury kapitału należy do często eksplorowanych obszarów, zarówno w badaniach krajowych, jak i zagranicznych, ale mimo tego, nadal należy do niedostatecznie rozpoznanych. Niezmiennie jest zainteresowanie pomiarem i kształtowaniem struktury kapitału, a także jej wpływem na wartość rynkową przedsiębiorstwa oraz na teorię finansów i praktykę gospodarczą. Jednakże, jak dotąd, niewiele publikacji poruszało problematykę kształtowania struktury kapitału w aspekcie Unii Europejskiej, a szczególnie analizom siły oddziaływania czynników struktury kapitału na kondycję finansową przedsiębiorstw budowlanych notowanych na rynkach kapitałowych państw członkowskich. Rozprawa doktorska magister Anety Kalisiak-Drejgier podejmuje ten aspekt eksploracji struktury kapitału przyczyniając się do pomniejszenia luki badawczej istniejącej w tym obszarze w piśmiennictwie polskim. Z tego względu 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.16) *jest zaproponowanie modelowej koncepcji struktury kapitału spółek sektora budowlanego notowanych na rynkach kapitałowych w krajach Unii Europejskiej z uwzględnieniem czynników mikro- i makroekonomicznych oraz podziałem rynków kapitałowych na dojrzałe i rozwijające się.*

Oprócz celu głównego Doktorantka sformułowała cztery cele szczegółowe, a mianowicie:

1. Identyfikacja czynników kształtujących strukturę źródeł kapitału w sektorze budowlanym w krajach Unii Europejskiej
2. Identyfikacja determinant różnicujących strukturę kapitału przedsiębiorstw ze względu na stopień rozwoju rynków kapitałowych w krajach UE
3. Identyfikacja siły oddziaływania determinant struktury kapitału w spółkach sektora budowlanego na ich sytuację finansową
4. Propozycja modelowej koncepcji struktury kapitału dla spółek kapitałowych sektora budowlanego w podziale na rynki rozwinięte i rozwijające się.

Oprócz celu głównego i celów szczegółowych magister Aneta Kalisiak-Drejtger określa również cele aplikacyjny, teoriopoznawczy i metodyczny dysertacji, jak też trzy poniżej przytoczone hipotezy badawcze:

H.1: Stopień rozwoju rynku kapitałowego (rozwinięty lub rozwijający się) oddziałuje na rodzaje determinant kształtujących strukturę kapitału w spółkach sektora budowlanego w krajach Unii Europejskiej.

H2: Wyższy stopień rozwoju rynku kapitałowego przyczynia się do wzrostu udziału długu w strukturze kapitałowej spółek z sektora budowlanego.

H3: Zróżnicowanie poziomu rozwoju gospodarczego krajów UE skutkuje niejednorodnością w strukturze kapitałowej spółek z sektora budowlanego.

Można uznać, że cel główny i cele cząstkowe rozprawy zostały poprawnie sformułowane, jednakże nie jest jasne określenie *propozycja modelowej koncepcji ...* ujęte w celu głównym rozprawy i w czwartym celu szczegółowym. Pewne wątpliwości może budzić również sformułowanie hipotezy drugiej i trzeciej, ponieważ ich weryfikacja nie ma bezpośredniego odniesienia do modelu. Ponadto nie jest precyzyjne sformułowanie hipotezy trzeciej, brzmiące *Identyfikacja siły oddziaływania determinant struktury kapitału*, ponieważ

siła oddziaływania w statystyce jest obliczana i weryfikowana empirycznie, natomiast identyfikowane są determinanty struktury kapitału. Oceniając cel rozprawy można stwierdzić, że oddaje on zasadniczy wątek prowadzonych w niej rozważań teoretycznych i empirycznych.

W eksploracji zagadnień teoretycznych i służących weryfikacji przyjętych hipotez zastosowane zostały metody krytycznej analizy piśmiennictwa oraz dokumentów (rocznych sprawozdań finansowych) spółek publicznych, jak również metody analizy ekonomicznej i statystycznej.

Okres badania wynosi 11 lat (2008-2018) i dotyczy spółek z sektora budowlanego notowanych na rynkach kapitałowych w 28 krajach Unii Europejskiej. Mankamentem jest to, że Doktorantka nie wyjaśnia powodów uwzględnienia w analizie danych historycznych, bo okres badawczy kończy się w 2018 roku, a zatem sześć lat temu.

Język wywodów (warsztat pisarski) jest stylistycznie poprawny. Należy również podkreślić, że rozprawa została starannie przygotowana pod względem redakcyjnym, gdyż w jej treści, w zasadzie, nie występują istotne błędy formalne.

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 353 pozycje. Książki i artykuły obcojęzyczne stanowią 51,0% wykorzystanych źródeł, polskie publikacje to 49,0%. Rozważania, zatem, oparte zostały na bogatych i adekwatnych podstawach teoretycznych, umożliwiających rozpatrywanie eksplorowanej problematyki w kontekście osiągnięć międzynarodowych i krajowych dotyczących struktury kapitału. Należy zauważyć, że wśród wykorzystanych źródeł wyraźną mniejszość stanowią publikacje odnoszące się do struktury kapitału w spółkach budowlanych.

Recenzowana dysertacja liczy łącznie 239 stron i składa się ze spisu treści, wstępu, pięciu rozdziałów, podsumowania, bibliografii oraz wykazów tabel (31), rysunków (5) wykresów (39) i 38 załączników. Analiza struktury rozprawy pozwala stwierdzić, że jej konstrukcja jest logiczna i podporządkowana realizacji celu głównego i częściowych oraz weryfikacji postawionych hipotez badawczych.

Rozdział pierwszy rozprawy stanowi Wstęp, który wyjaśnia przyczyny wyboru i znaczenie poruszanej problematyki, eksponując luki badawcze występujące w jej obszarze, następnie przedstawia cele badawcze (ogólny i szczegółowe) oraz hipotezy, które w

rozprawie są weryfikowane. Osobny podrozdział przedstawia metodykę badań z uwzględnieniem *metod doboru obiektów do badań oraz źródeł danych* dla badań empirycznych oraz prezentowane są *metody przetwarzania i analizy danych*, które są stosowane w części empirycznej rozprawy i cele im stawiane, ale brak wyjaśnienia kryteriów doboru tych metod. We *Wstępie* Doktorantka nie zamieściła omówienia struktury pracy i zagadnień rozpatrywanych w poszczególnych wycinkach rozprawy doktorskiej. Enigmatyczne jest też stwierdzenie (s.13), że *Przyjęcie takiego podejścia do kategorii struktury kapitału pozwoliło na wykorzystanie w części empirycznej rozprawy wskaźników uwzględniających różne aspekty jej kształtowania, w tym oceny poziomu ogólnego zadłużenia, zadłużenia długoterminowego oraz struktury długu.*

Liczący 43 strony rozdział drugi, zatytułowany *Rynek kapitałowy a możliwość kształtowania struktury kapitału przez spółki kapitałowe*, mgr Aneta Kalisiak-Drejgier rozpoczyna podrozdziałem poświęconym przedstawieniu kapitału akcyjnego i jego znaczenia w kształtowaniu struktury kapitału. Doktorantka definiuje kapitał akcyjny, omawia jego podstawowe cechy, koszt i znaczenie głównie w świetle badań polskich autorów. Podrozdział drugi zatytułowany *Ewolucja teorii struktury kapitału* zarysowuje w ujęciu chronologicznym wybrane teorie struktury kapitału, eksponując w ich świetle wpływ struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa w oparciu o wyniki eksploracji zagranicznej i krajowej poświęconej tej problematyce. Podrozdział trzeci zatytułowany *Strategie finansowania a struktura kapitału w decyzjach spółek kapitałowych* różnicuje pojęcia *strategia finansowania* i *strategia finansowa*, a następnie charakteryzuje rodzaje strategii finansowania przedsiębiorstw na podstawie wyników badań ich dotyczących, przywołując wyniki odnoszące się do przedsiębiorstw budowlanych, które opublikowane zostały w Polsce w 2014 roku. Z kolei podrozdział czwarty koncentruje się na preferencjach w zakresie struktury kapitału i rzeczywistych możliwościach jej kształtowania konstatawanych również na podstawie publikowanych badań.

Rozdział trzeci noszący tytuł *Determinanty struktury kapitału przedsiębiorstw notowanych na rynkach kapitałowych* liczy 18 stron, które podzielone zostały aż na cztery podrozdziały. Pierwszy z nich prezentuje strukturę kapitału w ujęciu unijnych rynków rozwiniętych i rozwijających się na podstawie badań autorów polskich i zagranicznych. Następny, drugi podrozdział, przedstawia strukturę kapitału z uwzględnieniem wielkości przedsiębiorstwa, trzeci omawia strukturę kapitału w aspekcie typu prowadzonej działalności,

a czwarty podrozdział przedstawia strukturę kapitału biorąc pod uwagę czynniki makroekonomiczne ją kształtujące.

Można przypuszczać, że rozdziały pierwszy, drugi i trzeci stanowią część teoretyczną recenzowanej rozprawy doktorskiej. Analiza zagadnień teoretycznych w nich poruszanych 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 i systematyzujące omówienie najważniejszych zagadnień dotyczących eksplorowanej problematyki i tworzy grunt dla podjęcia badań empirycznych. Prezentacja wyników badań dotyczących struktury kapitału przedsiębiorstw, jej istotności i wybranych determinant dokonana została w przekroju międzynarodowym, ale publikacje polskich autorów są dominujące. Ta wieloaspektowa, pracochłonna analiza determinant struktury kapitału w świetle wybranych badań ich dotyczących, jest istotnym walorem rozprawy, podobnie jak wyszczególnienie na ich podstawie, czynników mikroekonomicznych (Tabela 3) oraz makroekonomicznych (Tabela 4) wpływających na strukturę kapitału przedsiębiorstw. Jednakże przegląd ten, znajdujący finał w zestawach czynników ujętych w tabelach (3 i 4), mało jest zorientowany na przedsiębiorstwa budowlane. Ich klasyfikację na czynniki makroekonomiczne i mikroekonomiczne uważam za niewystarczającą, należałoby je ująć szerzej (co najmniej w rozważaniach teoretycznych) uwzględniając czynniki wewnętrzne, zewnętrzne, ilościowe, jakościowe, prawne, finansowe, eksponując czynniki motywujące i demotywuujące przedsiębiorstwa budowlane do stosowania zadłużenia. Szkoda, że eksploracja ta ograniczona została do analizy i stawiania diagnoz, natomiast Doktorantka nie okraszała ich własnymi wartościującymi komentarzami i sugestiami, szczególnie odnoszącymi się do przedsiębiorstw budowlanych, które w tych rozważaniach potraktowane zostały marginesowo. Do mankamentów części teoretycznej rozprawy zaliczam więc brak dyskusji nad istotnością i gradacją omawianej problematyki w świetle specyfiki budownictwa, holistyczny, syntetyczny charakter rozważań, słabe wyeksponowanie specyfiki finansowania (struktury kapitału) przedsiębiorstw budowlanych i wykazanie ich różnic w stosunku do innych przedsiębiorstw produkcyjnych. Doktorantka nie podkreśla też niejednoznaczności definiowania wskaźników struktury kapitału i tego konsekwencji. W rozprawie struktura kapitału jest określana jako *relacja długu do kapitału własnego* (s.13), natomiast nie określono, jak ten dług jest liczony (zadłużenie ogółem czy też kapitał obcy długoterminowy). Ze względu na to, że w polskim piśmiennictwie problematyka pomiaru struktury kapitału (struktury finansowania) nie jest precyzyjnie definiowana i omawiana, w pracach naukowych powinno się z wielką uwagą odnosić do tych ważnych kwestii. Ponadto

mgr Aneta Kalisiak - Drejgier nie wyjaśnia, dlaczego eksponuje kapitał akcyjny w kształtowaniu struktury kapitału (podrozdział 1.1) a pomija charakterystykę innych jego rodzajów wykorzystywanych w finansowaniu przedsiębiorstw budowlanych. Do ich finansowania Doktorantka nawiązuje jedynie przywołując spółki z Malezji na s. 61. Powoduje to, że omówienie źródeł finansowania przedsiębiorstw budowlanych i ich specyfiki wynikającej z charakteru cyklu produkcyjnego pozostawia niedosyt.

Jeśli chodzi o podrozdział 1.3 to, jak już wcześniej zauważono, słabością, która ma wpływ na badania empiryczne i ich ocenę, jest brak uzasadnienia wyboru metod stosowanych w analizie statystycznej i ich asymetryczny opis i interpretacja. Na przykład, zdziwienie może budzić umieszczanie w pracy doktorskiej wzoru na średnią arytmetyczną a pominięcie wzoru na wariancję. Mało precyzyjna jest też interpretacja odchylenia standardowego (s.25), mówiąca iż *Ta miara zmienności określa jak szeroko wartość badanej cechy jest rozrzucona wokół jej średniej*, gdyż określa ono jak wartości danej zmiennej odchylają się średnio ,in plus i in minus, od średniej. Do pomniejszych mankamentów części teoretycznej rozprawy można zaliczyć konstatacje na stronie 37 odnoszącą się do teorii tradycyjnej, według której *firma może obniżyć średni koszt kapitału poprzez zwiększenie długu w relacji do kapitału własnego pod warunkiem, że koszt zadłużenia firmy i jej kapitał własny pozostanie stały*. Ponadto, omawiając teorię struktury kapitału MM z 1963 roku, mgr Aneta Kalisiak-Drejgier pisze (s. 38) o „*podatkach*”, co nie jest precyzyjnym określeniem.

Rozdział czwarty (strony 71-111) zatytułowany *Charakterystyka analizowanych spółek giełdowych z sektora budowlanego* składa się z czterech podrozdziałów, które omawiają kolejno rynki kapitałowe, specyfikę sektora budowlanego, sytuację majątkowo-kapitałową analizowanych spółek oraz źródła finansowania spółek giełdowych. Jest to wycinek rozprawy prezentujący oryginalną analizę przedsiębiorstw budowlanych notowanych na rynkach Unii Europejskiej. Jednakże ma on też pewne mankamenty. Doktorantka nie wyjaśnia powodów wyboru lat 2008-2018 dla analizy poruszanej problematyki, co odbiera tej eksploracji aspekt aktualności, ani też przyczyn wyboru wskaźników, które są stosowane w analizie majątkowo-kapitałowej spółek budowlanych, nie podaje, w jakim stopniu ich wybór determinowany był specyfiką branży i źródłami jej finansowania. Możliwość wielowariantowego pomiaru struktury kapitału powoduje, że precyzyjne jej definiowanie i dopasowanie do specyfiki branży (przedsiębiorstwa) jest niezbędne. Z kolei tytuł podrozdziału 4.4. nie jest w pełni zgodny z jego treścią, bowiem, Doktorantka zapowiada opis źródeł finansowania spółek giełdowych a rozważania stanowią analizę wybranych wskaźników struktury kapitału spółek budowlanych notowanych na omawianych rynkach unijnych.

Percepcje prezentowanych, bogatych treści analitycznych utrudnia brak formuł obliczeniowych wybranych wskaźników. Nie jest jasne, jak obliczony został *wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego*, czy uwzględniane jest zadłużenie ogółem, czy tylko zadłużenie długoterminowe (s. 95-96), ani też nie jest podana nazwa tej relacji. Doktorantka nie uwzględnia, co najmniej z nazwy, wskaźnika struktury kapitału, a przecież to on jest sednem analizy i całej rozprawy. Precyzyjne zdefiniowanie składowych wskaźników, ich interpretacja i wartości wzorcowe omówione w aspekcie przedsiębiorstw budowlanych uściśliłyby i pogłębiły prezentowaną analizę. Brak też informacji, czy obliczenia, których wyniki prezentowane są w tym rozdziale, wykonane zostały samodzielnie przez Doktorantkę, czy też zaczerpnięte zostały z określonych materiałów źródłowych, gdyż pod wykresami znajduje się źródło określone jako *opracowanie własne*.

Liczący 46 stron rozdział piąty nosi tytuł *Determinanty struktury kapitału w sektorze budowlanym* składa się z trzech podrozdziałów. Pierwszy z nich poświęcony jest zmiennym różnicującym strukturę kapitału. Badanie prowadzone jest z rozróżnieniem przedsiębiorstw budowlanych funkcjonujących na rynkach rozwiniętych i rozwijających się. Analiza jest nowatorska i interesująca, ale też można wskazać na pewne jej słabości.

Brak w niej uzasadnienia konstrukcji wzorca oceny, czyli wyboru wskaźników stosowanych w badaniach, na przykład wskaźnika relacjonującego dług całkowity do wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa. Pominięcie tego uzasadnienia i pokazania istotności powiązania tych relacji z kształtowaniem struktury kapitału przedsiębiorstw budowlanych powoduje, że można mieć wątpliwości, czy temat tej części rozprawy odpowiada jej treści. Moim zdaniem Doktorantka raczej analizuje i ocenia porównawczo wyniki działalności badanej grupy przedsiębiorstw (charakteryzuje przedsiębiorstwa w wybranych aspektach, na przykład płynności czy rentowności) stosując wybrane wskaźniki i pokazując ich różnicowanie w badanych grupach przedsiębiorstw niż omawia zmienne różnicujące strukturę kapitału. Drugi podrozdział rozdziału piątego noszący tytuł *Czynniki związane ze stopniem rozwoju rynków kapitałowych* charakteryzuje analizowane przedsiębiorstwa na podstawie wybranych wskaźników rynku kapitałowego w podziale na dwie grupy, a mianowicie notowane na rynkach rozwiniętych i rozwijających się Unii Europejskiej. Z kolei podrozdział trzeci (s.143-158) poświęcony *Ocenie wieloczynnikowej determinant struktury kapitału* prezentuje nowatorską i wieloaspektową analizę statystyczną i ekonometryczną całej analizowanej populacji przedsiębiorstw budowlanych notowanych na rynkach rozwiniętych oraz na rynkach rozwijających się Unii Europejskiej. Jednakże analiza ta obarczona jest istotnym błędem. Już we wstępie Doktorantka podkreśliła, że bada wszystkie duże spółki

budowlane notowane na giełdach krajów członkowskich Unii Europejskiej, zatem bada populację. W związku z tym jakiegokolwiek wnioskowanie statystyczne jest bezzasadne, ponieważ, jeżeli ma się do czynienia z populacją lub próbą celową, wówczas nie stosuje się estymacji statystycznej. Słuszne dzielenie populacji na części, np. na firmy z krajów rozwijających się i rozwiniętych nie zmienia tego faktu. Doktorantka myli pojęcie próby i populacji pisząc, że *Zakres analizy stanowiącej część empiryczną rozprawy doktorskiej objął wszystkie podmioty z sektora budowlanego... (s.17)* po czym w kolejnym zdaniu informuje, że *dobór obiektów do badań był celowy. Próba była wyczerpująca i pozwoliła na opracowanie kompleksowego modelu struktury kapitału dla spółek giełdowych z sektora budowlanego (s.17)*.

Magister Aneta Kalisiak-Drejgier dla ustalenia wpływu czynników ograniczyła się wyłącznie do obliczania współczynnika Spearmana wnioskując na jego podstawie o sile korelacji między zmiennymi. Współczynnik Spearmana nie jest dokładną miarą korelacji, ale miarą zbieżności wartości dwóch zmiennych, stosowanym w przypadku niezbyt dużej próby lub dysponowania zmiennymi jakościowymi, np. ranga ważności, ocena punktowa. Stąd stosowanie testów np. Manna-Whitneya oraz istotności współczynnika korelacji rang Spearmana (tabela 19 ,20 i następne) nie jest poprawne. Odpowiedniejszym i bardziej dokładnym byłby współczynnik korelacji Pearsona. Współczynniki korelacji nie określają siły wpływu zmiennej objaśnianej X na zmienną objaśnianą Y, informują jedynie, jaka jest siła współzależności. Istotne w tym aspekcie są obliczone współczynniki regresji liniowej, lub współczynniki elastyczności. Ponadto, jeśli analizuje się zmienną objaśnianą Y, to w praktyce na jej kształtowanie się (zmiennosc) ma wpływ nie jeden czynnik (X), a wiele czynników (X_1, X_2, \dots, X_k). Wówczas zamiast jednego współczynnika korelacji dwóch zmiennych należałoby obliczać współczynniki korelacji cząstkowej i współczynnik korelacji wielorakiej. W praktyce najlepszym wyjściem jest wówczas budowa modelu regresji wielu zmiennych (liniowego lub nieliniowego), a taki był trzeci cel pracy *Identyfikacja siły oddziaływania determinant struktury kapitału w spółkach sektora budowlanego na ich sytuację finansową*.

Rozdział piąty zamyka przegląd wyników badań uzyskanych przez polskich autorów, które jednakże odnoszą się do innych branż. Rozmywa to koncentracje na sektorze budowlanym i eksponuje brak wniosków dotyczących budownictwa wynikających z badań przeprowadzonych przez Doktorantkę.

Rozdział szósty rozprawy zatytułowany *Modelowe ujęcie struktury kapitału spółek sektora budowlanego* (s. 159-172) stanowi finalny krok identyfikacji czynników oddziałujących na strukturę kapitału przedsiębiorstw budowlanych na unijnych rynkach

rozwiniętych i rozwijających się. Na podstawie przeglądu literatury i estymacji panelowych Doktorantka opracowała konceptualne modele struktury kapitału dla spółek sektora budowlanego notowanych na rynkach rozwiniętych (Rysunek 4) i rozwijających się (Rysunek 5). Prezentują one oryginalną koncepcję, wnoszącą wkład w badania dotyczące struktury kapitału spółek budowlanych notowanych na rynkach Unii Europejskiej. Konstrukcja modeli ich analiza stanowi osiągnięcie badawcze magister Anety Kalisiak-Drejgier. Jednakże te modele struktury kapitału uwidaczniają, podnoszone wcześniej słabości dotyczące wyboru wskaźników (determinant) a także metod stosowanych do ich analizy. Rozdział 6 zawiera wyniki oszacowania modeli panelowych. Autorka każdy z nich oszacowała za pomocą metody zakładającej stałe efekty oddziaływania (fixed effects model). Istnieje wiele metod szacowania modeli panelowych, a brak statystyk testów, nie potwierdza słuszności wykorzystania takiego podejścia. Ponadto w każdym z tych modeli wiele zmiennych okazało się nieistotnych. Należałoby oszacować modele ponownie, uwzględniając jedynie te zmienne które statystycznie istotnie wpływają na zmienną objaśnianą. Tylko w przypadku takich modeli można interpretować wpływ poszczególnych zmiennych objaśniających na zmienną objaśnianą. W tabelach zawierających wyniki oszacowań modeli (np. 28 i następne) znajdują się statystyki testów F i Chi-kwadrat. Należałoby wyjaśnić, że dotyczą one łącznej istotności zmiennych objaśniających oraz rozkładu składników losowych. Ponadto należałoby zinterpretować otrzymane oszacowania parametrów strukturalnych. Ze względu na to, że Doktorantka na stronie 159 pisze, że *celem badań nie jest analiza ekonometryczna danych, a analizy modelowe stanowią jeden z elementów opracowania materiału empirycznego...* można łagodniej podejść do oceny wymienionych mankamentów przedstawionej analizy empirycznej.

Recenzowana rozprawę doktorską zamyka syntetyczny opis rozważań teoretycznych i najważniejszych wniosków wynikających z przeprowadzonych studiów literaturowych i przeprowadzonych badań własnych, które ujęte zostały w *Podsumowaniu*. Mankamentem tej części dysertacji jest bardzo lakoniczne odniesienie się do weryfikacji hipotez badawczych, które ogranicza się w zasadzie do stwierdzenia, że każda z nich została zweryfikowana pozytywnie, bez podania odpowiedniego uzasadnienia.

Dla prezentacji definicji, poglądów autorów i danych liczbowych Doktorantka wykorzystuje 31 tabel, 5 rysunków, 39 wykresów i 38 załączników, które służą systematyzacji, podsumowaniu lub uzupełnieniu analizowanych kwestii oraz ułatwiają percepcję prezentowanych treści. Oceniając formalną stronę rozprawy, należy zauważyć

nieliczne błędy językowe, na przykład na s. 162 napisano *Zmienna objaśniana została opisana w modelu w 92%*, a powinno być *przez model*. Ponadto nie jest klarowne stwierdzenie (s. 174) - *Wzrost zadłużenia kapitału własnego bardzo silnie przekładał się również na wzrost zadłużenia długoterminowego*.

Podsumowanie oceny merytorycznej

Jak wcześniej zauważono, recenzowana rozprawa ma pewne słabości. W części teoretycznej dysertacji, prezentującej grunt teoretyczny dla badań empirycznych, zbyt mało jest refleksji i ocen formułowanych przez Doktorantkę. Wieloaspektowa analiza teoretyczna nie ma formy wnikliwej dyskusji naukowej a rozważania w niej ujęte mają głównie charakter poznawczy i porządkujący. Do jej słabości zaliczam również niedostateczne uzasadnienie doboru metod badawczych, powodujące nieprawidłowości w ich zastosowaniu, jak też brak adekwatnych argumentów przemawiających za zastosowaniem wybranych elementów składowych wzorca analitycznego, szczególnie formuł mierników struktury kapitału. W literaturze polskiej wskaźniki struktury kapitału są różnie definiowane i dlatego warto przytaczać argumenty przemawiające za jednoznacznym określaniem ich elementów obliczeniowych, nazw oraz uzasadnieniem konstrukcji w świetle specyfiki badanej branży. Oprócz braku precyzyjności w określaniu elementów składowych formuł obliczeniowych wskaźników niewystarczająca jest też ich interpretacja. Istotnym mankamentem analizy jest też uwzględnienie w badaniach, i to bez odpowiedniego uzasadnienia, okresu, który zakończył się już sześć lat temu, co pozbawia aktualności analizowaną problematykę. W rozprawie można też wskazać na pewną asymetryczność omawiania poruszanych kwestii i interpretowaniu wyników badań, a także brak zdecydowanej orientacji na specyfikę przedsiębiorstw budowlanych.

Do osiągnięć rozprawy można zaliczyć podjęcie ważnej, aktualnej i mało rozpoznanej tematyki. Przedstawiona analiza teoretyczna i empiryczna jest nowatorska, kompleksowa, przeprowadzona przy wykorzystaniu zaawansowanych metod statystycznych i służy realizacji celu badawczego. Badanie kształtowania struktury kapitału i jej determinant w spółkach budowlanych oraz ich modelowe ujęcie, z uwzględnieniem krajów rozwiniętych i rozwijających się Unii Europejskiej stanowią jedną z pierwszych prób poznania tej problematyki na naszym gruncie.

Reasumując, uważam, że mimo podniesionych uwag, recenzowana rozprawa doktorska zasługuje na pozytywną ocenę. Do jej walorów można zaliczyć trafny wybór tematu i celu rozprawy, logiczną konstrukcję, wykorzystanie adekwatnej polskiej i zagranicznej bibliografii, oryginalne badania empiryczne dokonane przy wykorzystaniu zaawansowanych metod badawczych oraz opracowanie autorskich modeli struktury kapitału dla spółek sektora budowlanego notowanych na rynkach rozwiniętych i rozwijających się Unii Europejskiej. Analiza jest podporządkowana realizacji głównego celu badawczego i wzbogaca wiedzę dotyczącą struktury kapitału spółek budowlanych w badanym okresie. Analiza teoretyczna oraz koncepcja badań empirycznych powstały na bazie przeglądu adekwatnej polskiej i zagranicznej bibliografii z obszaru struktury kapitału. Uważam je za wkład mgr Anety Kalisiak-Drejgier w porządkowanie i systematyzowanie poglądów dotyczących determinant struktury kapitału przedsiębiorstw budowlanych i ich wpływu na wartość tych podmiotów, umożliwiając skonstatowanie złożoności i wielości tych zagadnień oraz przyczyniając się do wzbogacenia dorobku dyscypliny ekonomia i finanse, w której mieści się eksplorowana w rozprawie tematyka.

Wniosek końcowy

Magister Aneta Kalisiak-Drejgier. zaprezentowała dobry poziom wiedzy teoretycznej i empirycznej w zakresie problematyki, której dotyczy rozprawa doktorska, pokazując umiejętność samodzielnego prowadzenia badań naukowych. W sposób oryginalny i innowacyjny zrealizowała postawiony rozprawie cel badawczy i zweryfikowała sformułowane hipotezy badawcze. Przedstawiona w dysertacji analiza teoretyczna i empiryczna wnosi wkład w rozwój polskiego dorobku naukowego w obszarze struktury kapitału przedsiębiorstw budowlanych rozpatrywanych w kontekście Unii Europejskiej.

W świetle powyższych ustaleń stwierdzam, że rozprawa doktorska magister z tytułowana 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.

Magdalena Jędrzejko

