

Dr hab. Wojciech Sońta prof. UT - H  
Kierownik Zakładu Finansów i Rachunkowości  
Wydział Nauk Ekonomicznych i Prawnych  
Uniwersytetu Technologiczno – Humanistycznego  
w Radomiu

### Recenzja

Rozprawy doktorskiej mgra Łukasza Zięby p.t. *Rynek giełdowy papierów wartościowych jako źródło zasilenia finansowego przedsiębiorstw w Polsce i wybranych krajach Unii Europejskiej*

Promotor: prof. dr hab. Sławomir I. Bukowski

**1. Podstawa opracowania** recenzji stanowi uchwała Rady Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Technologiczno – Humanistycznego im. Kazimierza Pułaskiego w Radomiu z dnia 25 lutego 2016 r.

### **2. Uwagi dotyczące przedmiotu badań i tematu pracy**

Recenzowana praca doktorska to dojrzałe studium teoretyczno-empiryczne z zakresu nauk ekonomicznych. Uwzględniając sformułowane hipotezy, metody badawcze jak i zbudowane modele ekonometryczne analizy wpływu rynku giełdowego papierów wartościowych jako źródła zasilenia finansowego przedsiębiorstw w Polsce i wybranych krajach unijnych pozwoliła stwierdzić, że niniejsza praca należy do badań z zakresu ekonomii, gdyż w swoim zakresie bada takie kategorie ekonomiczne jak funkcjonowanie rynków w wymiarze krajowym i międzynarodowym. Efektem tych badań jest to, że mają one charakter teoretycznych rozważań i dążą do uogólnień oraz formułowania prawidłowości funkcjonowania gospodarek w Polsce i wybranych państwach Unii Europejskiej.

Dysertacja obejmuje 228 stron: w tym 21 stron to bibliografia, spis rysunków i tabel. Praca składa się, ze wstępu, pięciu rozdziałów i wniosków. Proporcje pod względem objętości poszczególnych rozdziałów zostały zachowane za wyjątkiem pierwszego rozdziału, który w stosunku do rozdziałów pozostałych jest nadmiernie rozbudowany aczkolwiek zawarte w nim treści będące podstawą do dalszych badań są zasadne. Bibliografia liczy 122 pozycje książkowe i 117 pozycji artykułowych literatury polskiej i zagranicznej.

Stwierdzam, że Doktorant opanował niezbędną wiedzę teoretyczną, o której mówi art. 13 ust. 1 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym ( Dz. U. 2003 nr 65, poz. 595 z późniejszymi zmianami ) w dyscyplinie naukowej ekonomia.

### **3. Układ pracy i uwagi do treści zawartych w poszczególnych rozdziałach**

Jeśli chodzi o tytuł rozprawy to jest on typowy dla tego typu prac, informuje o zawartej treści w dysertacji, zawiera on sam w sobie problem badawczy stojący przed Doktorantem, a mianowicie zbadanie rynku papierów wartościowych jako źródła zasilania finansowego przedsiębiorstw w Polsce i wybranych krajach Unii Europejskiej. Należy zaznaczyć, że w temacie pracy występuje jeden podstawowy filar pojęciowy a jest nim rynek papierów wartościowych, który to należało naświetlić w części teoretycznej o czym traktuje rozdział pierwszy, częściowo drugi a także trzeci.

Badana problematyka jest ważna, gdyż zasilenie przedsiębiorstw w kapitały poprzez emisje papierów wartościowych akcje, obligacje wpływa na wartość ich kapitału. W uproszczeniu można stwierdzić, że wartość kapitału firmy jest taka jaka jest wartość firmy. Ta z kolei zależy od bardzo wielu czynników począwszy kraju i branży w jakiej działa, poprzez poziom efektywności jej dotychczasowego funkcjonowania, a skończywszy na sposobie zarządzania firmą. Przedstawiając obrazowo te relacje można powiedzieć, że cena pojedynczego papieru wartościowego firmy jest soczewką silnie ogniskującą wszystkie zjawiska determinujące wartość firmy.

Spis treści ujmuje odtworzenie utworu z największą wiernością. Jest on szczegółowy ale nie nadmiernie rozbudowany. Podział treści jest trzystopniowy ( rozdziały, podrozdziały, punkty ) co jest typowe dla tego rodzaju prac promocyjnych. Mieści się on na trzech stronach co wpływa na łatwość ogarnięcia jego treści przez Czytelnika. We wszystkich rozdziałach zachowana jest zasada naukowa wyświetlająca badany problem od ogółu do szczegółu co wpływa na komunikatywność formułowanych tytułów, podrozdziałów i punktów

Wstęp rozprawy liczy 4 strony, zawiera uzasadnienie wyboru tematu, jej cel, tezę i hipotezy badawcze, opis metod badawczych oraz źródeł informacji, a także charakterystykę struktury i układu treści pracy. Jeśli chodzi o cel pracy to Autor go wprost nie formułuje lecz stawia dwa pytania badawcze z których w jednym pyta o znaczenie emisji instrumentów finansowych notowanych na giełdzie papierów wartościowych w finansowaniu działalności przedsiębiorstw oraz w drugim o czynniki determinujące ten proces. W mojej ocenie jest to ciekawe ujęcie problemu.

W rozdziale pierwszym stanowiącym część teoretyczną Autor przedstawia tło pojęciowe Giełdy Papierów Wartościowych jako instytucji rynkowego systemu finansowego. Na szczególną uwagę zasługuje w nim to, że dokonano przeglądu rynkowego systemu finansowego oraz scharakteryzowano funkcjonujące modele w tym zakresie tj. kontynentalnego i anglosaskiego. Omówiono zasady funkcjonowania giełd papierów wartościowych oraz ich role w alokacji kapitału a także instrumenty notowane na giełdach: akcje i obligacje. Dyskusyjną sprawą jest czy w rozdziale tym powinny znaleźć się rozważania związane z teoriami rynku kapitałowego.

W rozdziale drugim przedstawiono i dokonano porównania różnych źródeł finansowania przedsiębiorstw. Następnie dokonano analizy wybranych teorii dotyczących struktury kapitału w przedsiębiorstwie. Na zakończenie rozdziału podjęto próbę zidentyfikowania ważniejszych kryteriów wyboru, jakimi kierują się przedsiębiorstwa starające się o zasilenie finansowe. Są to: ryzyko niepowodzenia emisji akcji, konieczność dalszego zadłużenia, dostępność alternatywnych metod pozyskania kapitału jego wielkość a także czas potrzebny na jego uzyskanie, stopień sformalizowania danego rynku i koszty pozyskania kapitału. Kluczowym problemem w tym rozdziale dla przedsiębiorstw w zakresie pozyskania kapitału jest wybór emisji papierów wartościowych czy pozyskanie kredytu bankowego co niezbyt wyraźnie zostało wyartykułowane. Problem ten pojawia się również w nieco dłuższych przypisach, których treści można byłoby przenieść do pracy zasadniczej.

Z kolei w rozdziale trzecim dokonano analizy wpływu rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy. W rozdziale tym zostały w szczególności przedstawione czynniki determinujące wybór emisji instrumentów finansowych występujących na giełdzie jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw, a także czynniki mające wpływ na wielkość pozyskiwanego źródła kapitału. Wskazane byłoby, żeby po każdym rozdziale następowała uporządkowana i syntetyczna ocena zaprezentowanych rozważań literaturowych lub badawczych. Tworzyłyby to pewien ład i wyrazistość poglądów Autora.

W rozdziale czwartym przedstawiono funkcjonowanie i role giełd papierów wartościowych w gospodarkach wybranych krajów Unii Europejskiej oraz porównano wielkość kapitału pozyskanego z giełdy z kredytami bankowymi. W rozdziale tym przy interpretacji danych statystycznych dotyczących giełd europejskich nie odniesiono się do zjawisk kryzysowych, które dotknęły badane kraje Unii Europejskiej po 2008 r.

Rozdział piąty to część empiryczna pracy mająca kluczowe znaczenie dla udowodnienia sformułowanych hipotez we wstępie. Na szczególną uwagę zasługuje metodologia zbadania triady zależności: rynek giełdowy – kapitał fizyczny – inwestycje przedsiębiorstw. W tym

celu zbudowano trzy modele ekonometryczne i przy pomocy programu GRETl dokonano porównania wyników estymacji pakietu statystycznego dla Polski. Analizując wielkość kapitału pozyskanego przez przedsiębiorstwa za pośrednictwem rynku giełdowego i zaciągniętego przez nie kredytami bankowymi brakuje wyraźnego podkreślenia, że wybór taki mają duże przedsiębiorstwa, natomiast sektor MŚP jest skazany na bankowe finansowanie.

Co się tyczy wniosków podsumowujących to właściwiej byłoby zatytułować zakończenie lub podsumowanie, gdyż Autor w nim nie formułuje wniosków wprost, ale potwierdza sformułowane we wstępie hipotezy badawcze. Wskazane byłoby również zasygnalizować problematykę, którą należałoby podjąć w dalszych badaniach.

W trakcie oceny stanu bibliografii należy mieć na uwadze zasadność wprowadzenia pozycji bibliograficznych do wykazu. Jako regułę przyjmuje się powołanie danej pozycji w treści rozprawy. Pozycje powołane w treści powinny być umieszczone w wykazie bibliograficznym, a takie pozycje nie występują ( np. s. 90). I na zakończenie tej kwestii a mianowicie, że nie dostrzeżono pozycji Autora w bibliografii związanych z badaną problematyką. Natomiast w znacznej mierze cytowani są Autorzy z Wydziału Nauk Ekonomicznych i Prawnych zajmujących się badaną problematyką co należy uznać za pewną identyfikację z macierzystym środowiskiem naukowym.

#### **4. Ocena metodologiczna pracy**

Recenzent wysoko ocenia metodologiczne aspekty pracy, co potwierdza bardzo dobrą opiekę promotorską i dojrzałość do samodzielnej pracy Doktoranta. Sformułowane wnioski z przeprowadzonych analiz teoretycznych i badań empirycznych są aktualne i ważne dla badanych gospodarek UE. Cel pracy został właściwie sformułowany. Teza i hipotezy badawcze zostały postawione po przeprowadzeniu studiów literaturowych oraz weryfikacji danych empirycznych.

Swoją dojrzałość badawczą Autor miał okazję pokazać wielokrotnie w pracy między innymi przy:

- sformułowaniu tematu pracy,
- określeniu celu badań,
- doborze literatury źródłowej,
- analizie danych literaturowych,
- konfrontowaniu poglądów obcych z własnymi,
- metodyki badań własnych.

Zakres zaprezentowanej pracy doktorskiej nie wyczerpuje nakreślonego problemu o czym Doktorant jest przekonany. W związku z tym niezbędne są dalsze badania nad rynkiem giełdowym papierów wartościowych jako źródłem zasilania finansowego przedsiębiorstw. Kolejnym problemem godnym uwagi mogą być badania oddziaływania integracji wspólnotowej na rynek papierów wartościowych.

W związku z powyższym kieruję do Autora pytanie związane z przeprowadzonymi badaniami. **Proszę o sformułowanie problemów i uzasadnienie ich, które zdaniem Pana należałoby w przyszłości zbadać.** Dużą rangę w ocenie wyników pracy badawczej przypisuje się jej znaczeniu gospodarczemu i możliwościom ich praktycznego wykorzystania. Recenzowana praca jednak nie formułuje postulatów pod adresem przedsiębiorstw a należałoby zwłaszcza w świetle tego, że Polska ma jeden z najniższych wskaźników pozyskania kapitału z giełdy papierów wartościowych poprzez emisję obligacji korporacyjnych.

Uwagi dotyczące redakcyjnej strony dysertacji

1. W tab. 4 s. 48 wymieniając notowania na giełdach w Londynie, Frankfurt, Budapeszcie, Paryżu, Polsce winno być Warszawie.
2. Niektóre fragmenty tekstu napisane są potocznym językiem np. s. 159 „ w niektórych giełdom” , „ udało się je przebić a pozostałym ta sztuka się nie udała”.
3. Tab. 17, 20 cała kolumny wypełnione brak danych. Należało je nie wprowadzać tylko w części opisowej pod tablicą zaznaczyć ten fakt.
4. Podawanie w przypisach tylko stron internetowych bez wskazania z jaką publikacją mamy do czynienia. W przypadku materiałów źródłowych publikowanych na stronach internetowych ( notki, artykuły, eseje) każdorazowo w spisie literatury, należy podać datę dostępu do materiału źródłowego ( nawet jeśli materiał nie posiada daty publikacji ). Odwołując się do całej zawartości strony internetowej należy zamieścić w sekcji „ literatura” podsekcję „Źródła internetowe” i tam umieścić adres strony i datę dostępu. W cytacjach w tekście nie należy wskazywać daty dostępu. Odwołania powinny wskazywać adres jedynie do strony głównej.
5. W spisach rysunków i tabel należało pominąć pisownie za każdym razem tabela, rysunek. (wystarczyło podać tylko numer).
6. Drobne błędy i powtórzenia popełnione przy przepisywaniu pracy.

## **5. Podsumowanie**

Wymienione uwagi zawarte w recenzji mają charakter porządkowy, a niektóre dyskusyjny. W żadnym stopniu nie pomniejszają wysokiej oceny wartości merytorycznej dysertacji,

ponieważ praca doktorska została wykonana w sposób należyty. Odnosi się to do strony merytorycznej jak i metodologicznej. Podkreślić należy dobrze przygotowany i zastosowany warsztat badań empirycznych.

Recenzowana praca doktorska poświęcona jest istotnej i aktualnej problematyce ekonomicznej. Część teoretyczna pracy stwarza wystarczające podstawy do weryfikacji danych statystycznych a łącznie część teoretyczna i empiryczna tworzą konstrukcję samodzielnej pracy naukowej. Zawartość wszystkich kolejno po sobie następujących rozdziałów służyła rozwiązaniu postawionego celu i potwierdzeniu sformułowanej we wstępie tezy i hipotez badawczych.

Podsumowując należy stwierdzić, że przedmiotowa praca doktorska wnosi wkład w rozwój dyscypliny naukowej poprzez:

- analizę dostępnych w literaturze ekonomicznej wyników badań nad zależnościami źródeł zasilania finansowego przedsiębiorstw,
- zainicjowaniem badań nad ujęciem modelowym systemu źródeł zasilania finansowego przedsiębiorstw,
- potwierdzenie tezy, że pozyskanie kapitału z giełdy papierów wartościowych poprzez emisję akcji i obligacji jest istotnym źródłem finansowania działalności gospodarczej przedsiębiorstw,
- przeprowadzenie weryfikacji hipotez dotyczących zależności między pozyskaniem przez przedsiębiorstwa kapitału z giełdy papierów wartościowych i kredytu bankowego.

## **6. Konkluzja**

Przedłożona do recenzji rozprawa doktorska Pana mgra Łukasza Zięby p.t. *Rynek giełdowy papierów wartościowych jako źródła zasilania finansowego przedsiębiorstw w Polsce i wybranych krajach Unii Europejskiej* odpowiada kryteriom ustawowym prac doktorskich. Zawiera oryginalne rozwiązanie prawidłowo sformułowanego problemu naukowego. Autor wykazał się bardzo dobrą wiedzą teoretyczną w danej dyscyplinie naukowej i znajomością realnych procesów zachodzących w gospodarkach UE.

Przygotowana dysertacja świadczy o umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Wnoszę zatem o przyjęcie rozprawy doktorskiej jako spełniającej kryteria formalne określone w art. 13 ust. 1 ustawy z dnia 14 marca 2003r. o stopniach naukowych i tytule zawodowym ( Dz. U. nr 65, poz. 595 z późniejszymi zm.) i dopuszczenie jej do publicznej obrony.

Radom 23 kwietnia 2016 r.

/-/ Wojciech Sońta

