

dr hab. Marcin Kalinowski, prof. UWSBM

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Marty Bowszys
pt. „Rozwój rynku emisji pierwotnych spółek w Polsce”,
napisanej na Uniwersytecie Gdańskim
pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Elżbiety Ostrowskiej**

Wstęp

Podstawą wydania niniejszej opinii jest pismo dr hab. Przemysława Borkowskiego, prof. UG, Przewodniczącego Rady Dyscypliny Ekonomia i finanse Uniwersytetu Gdańskiego z dnia 30 listopada 2023r.

Recenzja wykonana została w oparciu o przepisy ustawy o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki z dnia 14 marca 2003 r. z późniejszymi zmianami.

Zgodnie z Art. 179 Ustawy z dnia 3 lipca 2018 r. „Przepisy wprowadzające ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce” stopień doktora w niniejszym przewodzie będzie nadawany w dyscyplinach o których mowa w art. 5 ust. 3 ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, a zatem recenzja niniejsza odnosiła się będzie do klasyfikacji dziedzin i dyscyplin naukowych zgodnych z rozporządzeniem Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 20 września 2018 r. w sprawie dziedzin nauki i dyscyplin naukowych oraz dyscyplin artystycznych.

W związku z powyższym recenzja niniejsza będzie się odnosiła recenzowaną rozprawę doktorską do dziedziny nauk społecznych, dyscypliny: Ekonomia i finanse.

1. Ogólna charakterystyka pracy, jej cele oraz hipotezy badawcze

Dysertacja jest opracowaniem składającym się z 240 (273) stron. Zawiera wstęp, pięć rozdziałów, wnioski, streszczenie, załączniki, bibliografię, spis rysunków oraz spis tabel.

W pracy wykorzystano 270 źródeł, z czego 228 to prace zwarte i artykuły, 10 to akty prawne, a 32 źródła internetowe i inne. Na wyróżnienie zasługuje fakt, że ponad 50% prac zwartych i artykułów wykorzystanych w pracy stanowią materiały obcojęzyczne. Jest to niezwykle istotne, szczególnie w pracy dotyczącej rynków finansowych.

Praca jest w sposób jednoznaczny osadzona w dyscyplinie naukowej ekonomia i finanse.

We wstępie Autorka wyjaśnia motyw podjęcia tematu i wskazuje na lukę poznawczą, którą określa jako niedostatek wyników badań w zakresie umożliwiającym:

1. ocenę rozwoju rynku emisji pierwotnych spółek w Polsce w kontekście rodowodu spółek.
2. ocenę kształtowania wyników finansowych w spółkach debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w kontekście rozwoju rynku emisji pierwotnych i rodowodu spółek.
3. ocenę wpływu kształtowania wyników finansowych na atrakcyjność inwestycyjną spółek pierwotnych w kontekście ich rodowodów.

Na tej podstawie Autorka zidentyfikowała problemy badawcze:

1. Czym są rodowody spółek giełdowych?
2. Jakie czynniki determinują rodowody spółek giełdowych?
3. Jakie znaczenie posiadają rodowody spółek giełdowych dla rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie?
4. Jakie zmiany zachodzą w strukturze rodowodów spółek debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie?
5. W jaki sposób można ocenić rozwój rynku emisji pierwotnych w Polsce?
6. W jaki sposób przebiega rozwój rynku emisji pierwotnych w Polsce w kontekście rodowodów spółek?
7. W jaki sposób zmieniała się częstotliwość kształtowania wyników finansowych w spółkach debiutujących pod kątem rodowodu spółek i rozwoju rynku emisji pierwotnych?
8. W jaki sposób występowanie kształtowania wyników finansowych oddziałuje na atrakcyjność inwestowania w akcje pierwotne spółek w kontekście rodowodów spółek?

W zakresie wskazanych w pracy problemów badawczych należy wskazać kilka uwag.

Wydaje się, że biorąc pod uwagę temat pracy, główna luka jak i problemy badawcze powinny być powiązane ściśle z zagadnieniem pomiaru rozwoju rynku emisji pierwotnych akcji spółek, tymczasem temu zagadnieniu poświęcone zostały jedynie punkt 5 i 6 wskazany powyżej. Ponadto nie wiadomo do końca dlaczego przy omawianiu rozwoju rynku pierwotnego emisji akcji spółek Autorka powiązała wybrane przez siebie zagadnienia poboczne i postanowiła poruszyć tematykę rodowodów spółek, kształtowania wyników finansowych, czy atrakcyjności inwestowania. Dziwi to również wobec faktu, że powyższe elementy nie zostały wskazane wśród determinant rozwoju rynku pierwotnego akcji zaprezentowanych przez samą Autorkę w podrozdziale 4.4.

Odnosząc się do problemów badawczych należy również zauważyć, że problemem badawczym nie jest z pewnością zagadnienie wskazane w p. 1 i 2. Autorka na str. 8 dysertacji sama wskazuje, że rodowód spółek debiutujących jest prezentowany w Rocznikach Giełdowych publikowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Autorka prezentuje w pracy dokładnie tą samą taksonomię rodowodów spółek jak wskazana przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie nie uzupełniając i nie korygując jej w żaden sposób, a zatem nie dokonuje żadnej procedury badawczej.

Należy ponadto zwrócić uwagę na niezręczność językową w p. 8 problemów badawczych. Mowa jest w nim o „inwestowaniu w akcje pierwotne spółek”. Wskazać należy, że nie występują w literaturze przedmiotu „akcje pierwotne”, a jedynie „emisja pierwotna akcji” lub „rynek pierwotny akcji”.

Po prezentacji problemów badawczych Autorka wskazuje, że rozwiązanie wymienionych wcześniej problemów badawczych ma służyć poznaniu zależności między rodowodem spółek a rozwojem rynku emisji pierwotnych spółek, kształtowaniem wyników finansowych w spółkach debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i ich atrakcyjnością. Sformułowanie to jednak nie ma właściwego odzwierciedlenia w celu pracy.

Cel główny pracy został określony we wstępie pracy jako: **ocena rozwoju rynku emisji pierwotnych spółek w Polsce oraz ocena kształtowania wyników finansowych w spółkach debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w kontekście rozwoju rynku emisji pierwotnych i rodowodu spółek.**

We wnioskach (str. 233) Autorka wskazuje natomiast, że rozprawa poświęcona jest **ocenie wpływu rodowodów spółek debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na rozwój rynku emisji pierwotnych, na częstotliwość kształtowania wyników finansowych przez spółki wchodzące na giełdę oraz na ich atrakcyjność w dłuższym okresie.**

Nie wiadomo zatem, czy w celu pracy chodzi o:

1. Poznanie zależności pomiędzy rodowodem spółek a rozwojem rynku emisji pierwotnych ... ?
2. Ocenę rozwoju rynku emisji pierwotnych oraz ocenę kształtowania wyników finansowych ... ?
3. Ocenę wpływu rodowodów spółek na rozwój rynku emisji pierwotnych, częstotliwość kształtowania wyników finansowych oraz ich atrakcyjność ...?

Trudno wobec powyższego wywnioskować co dokładnie jest uznane za główny cel pracy i które elementy są bazą, a które tłem do prowadzonych badań.

Wydaje się, że Autorka miała problem ze skonkretyzowaniem podstawowego celu pracy próbując dołączyć do rozważań zbyt wiele wątków. W efekcie nie do końca wiadomo co jest głównym zagadnieniem: rodowody spółek, rozwój rynku emisji pierwotnych akcji, kształtowanie wyników finansowych czy rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie? Wszystkie te zagadnienia prezentowane są równoważnie przeplatając się zarówno w prezentowanych problemach badawczych, jak i w celach pracy. W efekcie praca ma wiele wątków, ale brakuje w niej jednoznacznej osi rozważań. W związku z powyżej wskazanymi rozbieżnościami trudno jest również ostatecznie wskazać, czy tytuł pracy jest zgodny z jej głównym celem badawczym.

W samym celu głównym pracy dodatkowo występuje swego rodzaju tautologia. Trudno jest bowiem ocenić rozwój rynku emisji pierwotnych spółek w kontekście rozwoju rynku emisji pierwotnych. W tym miejscu warto również zwrócić uwagę na pewną niezręczność językową przewijającą się w całej pracy, łącznie z jej tytułem i celem. Wskazuje się w nich bowiem sformułowanie „rynek emisji pierwotnych spółek”. Zasadniczo przedmiotem emisji pierwotnych nie są jednak spółki jako podmioty, a ich akcje bądź obligacje. Należałoby wobec tego wskazywać, że chodzi o „rynek pierwotnych emisji akcji spółek” lub „rynek pierwotny akcji spółek” nie pozostawiając domysłów o jakie instrumenty i jaki rynek chodzi.

W pracy zostały wskazane następujące cele szczegółowe:

1. Sporządzenie klasyfikacji determinant rozwoju rynku emisji pierwotnych spółek,
2. Przedstawienie etapów rozwoju rynku emisji pierwotnych spółek w Polsce w kontekście rodowodu spółek,
3. Ocena wpływu zmian w strukturze rodowodów spółek debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na rozwój rynku emisji pierwotnych,
4. Ocena tendencji rozwoju rynku emisji pierwotnych spółek w Polsce.
5. Weryfikacja, czy spółki zaliczane do prywatnych, tj. opisywane jako prywatne od początku i wchodzące w skład grup kapitałowych, wykazują większe tendencje do kształtowania wyników finansowych,
6. Pomiar częstotliwości występowania kształtowania wyników finansowych w spółkach pierwotnych pod kątem rodowodu spółki i rozwoju rynku emisji pierwotnych,
7. Ocena poziomu oddziaływania zjawiska kształtowania wyników finansowych na atrakcyjność inwestowania w akcje pierwotne spółek w kontekście rodowodu spółek.

W zakresie celów wskazać należy na kilka kwestii. Po pierwsze nie są one uporządkowane w sposób wystarczający, wskazujący na pewną logikę służącą realizacji celu głównego pracy. Ponadto zakładając, że głównym celem pracy jest ocena rozwoju rynku emisji pierwotnych należałoby wśród celów umieścić kluczowy cel szczegółowy związany ze stworzeniem kompleksowej miary oceny rozwoju rynku emisji pierwotnych akcji spółek oraz drugi związany z dokonaniem oceny rozwoju tego rynku.

Być może taka była intencja w celu szczegółowym 4, ale sformułowanie „ocena tendencji” odnosi się raczej do trendów a nie samej oceny poziomu rozwoju.

Ponadto wskazane w p. 5 „weryfikacja” oraz w p. 6 „pomiar częstotliwości ...” trudno uznać za cele pracy. Pomiar i weryfikacja mogą być jedynie narzędziami służącymi realizacji celu a nie samym celem.

Należy również wskazać, że cel szczegółowy 5 jest raczej tezą szczegółową, a jeśli tak to powinien być umieszczony w obszarze tych tez.

W dalszej części pracy wskazano, że tezą główną pracy jest stwierdzenie: **rozwój rynku emisji pierwotnych spółek determinowany jest przez rodowód debiutujących spółek oraz kształtowanie wyników finansowych w spółkach debiutujących, co ma wpływ na rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.**

Teza ta została doprecyzowana przez szereg tez szczegółowych:

1. Migracja w strukturze rodowodów spółek debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie nie spowodowała zwolnienia rozwoju rynku emisji pierwotnych.
2. Rozwój rynku emisji pierwotnych w Polsce w kontekście rodowodów spółek jest rezultatem nie tylko liczby debiutów, ale również jakości zysków publikowanych przez spółki w okresach okołomisyjnych.
3. Spółki zaliczane do prywatnych, tj. opisywane jako prywatne od początku i wchodzące w skład grup kapitałowych charakteryzują się występowaniem kształtowania wyników finansowych.
4. Wraz z rozwojem rynku emisji pierwotnych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie częstotliwość występowania kształtowania wyników finansowych uległa zwiększeniu.
5. Wpływ kształtowania wyników finansowych na atrakcyjność inwestowania w akcje pierwotne spółek w kontekście ich rodowodów w dłuższym okresie nie jest jednoznaczny.

Generalna uwaga dotyczy niewystarczającego uporządkowania zarówno w zakresie problemów badawczych, celów i tez. Trudno również znaleźć jednoznaczne powiązanie pomiędzy problemami badawczymi, celami i tezami. W przypadku niektórych tez niezwykle trudno byłoby je potwierdzić przy tak zawiłej wielostopniowej ich konstrukcji.

Pożądanym byłoby, aby sformułowane w pracy cele (główny i szczegółowe) powiązane były ściśle z problemami badawczymi i hipotezami (tezami) badawczymi. W ten sposób powstałby spójny zestaw celów badawczych składających się na realizację celu głównego.

Sam tytuł dysertacji sugeruje, że zagadnienie rozwoju rynku emisji pierwotnych akcji rozpatrywane będzie w pracy kompleksowo. Tymczasem poza rozdziałem 4 opisywane są w pracy wybrane zagadnienia i zależności pomiędzy samym rozwojem rynku emisji pierwotnych akcji a wskazanymi przez Autorkę wybiórczo zjawiskami.

Teza główna pracy sugeruje ponadto, że głównymi determinantami rozwoju rynku emisji pierwotnych akcji jest rodzaj spółek i kształtowanie wyników finansowych spółek. Nie znajduje to jednak potwierdzenia w podrozdziale 4.4. w którym opisane zostały determinanty rozwoju rynku emisji pierwotnych. Wśród wskazanych tam determinant makroekonomicznych, związanych z koniunkturą giełdową/atrakcyjnością giełd i behawioralnych nie zostały wymienione determinanty wskazane w tezie pracy, ani nie wskazano ewentualnego powiązania z nimi. Zaprezentowane zostały natomiast determinanty, które nie znalazły szerszego opisu w celach i tezach pracy.

Determinanty rozwoju rynku emisji pierwotnych akcji spółek wskazane w głównej tezie pracy nie zostały również powiązane w jasny sposób ze wskaźnikami cząstkowymi zaproponowanymi przez Autorkę w metodzie pomiaru rozwoju rynku emisji pierwotnych w rozdziale 4.

W tezie szczegółowej 2 Autorka wskazuje że rozwój rynku emisji pierwotnych jest rezultatem jakości zysków publikowanych przez te spółki. Trudno zgodzić się z takim stwierdzeniem. Owszem można zaobserwować pewne korelacje pomiędzy wskazanymi elementami, ale wskazywanie wpływu jest mocno zobowiązujące i zdecydowanie zbyt odważne.

Należy również wskazać pewną uwagę w zakresie podmiotu prowadzonych badań. Z zaprezentowanych w pracy problemów badawczych, celów i tez wynika, że badanie przeprowadzone w dysertacji dotyczy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. W samych badaniach jednak poza polską giełdą uwzględniona została giełda niemiecka Deutsche Bourse. Nie do końca znana jest przyczyna tego zabiegu. Nie do końca wiadomo czemu mają służyć takie badania porównawcze w kontekście celów i tez postawionych we wstępie pracy. Jeśli chodziło o pokazanie polskiej giełdy na tle rynków zagranicznych to należało dokonać porównania do zdecydowanie większej liczby giełd, a nie jednej i to o zdecydowanie odmiennej charakterystyce.

W związku z powyższymi uwagami ocena realizacji głównego celu pracy, potwierdzenia tez i odpowiedzi na pytania badawcze nie jest jednoznaczna. Brak czytelności sformułowań i wskazania jasnych powiązań zdecydowanie utrudnia dokonanie szczegółowej weryfikacji realizacji wszystkich zamierzeń badawczych. Nie zmienia to jednak ogólnej pozytywnej oceny w zakresie realizacji wyodrębnionych celów szczegółowych pracy. Wskazać należy na konieczność doprecyzowania i uporządkowania w zakresie

2. Koncepcja pracy i jej struktura

Praca składa się z pięciu rozdziałów powiązanych z tematem pracy, jak i jej celem głównym.

W rozdziale pierwszym Autorka prezentuje zagadnienie zarządzaniem wartością przedsiębiorstwa dokonując próby powiązania go z emisjami pierwotnymi akcji oraz relacjami inwestorskimi w spółkach publicznych. W rozdziale tym zaprezentowany został sam proces emisji pierwotnej akcji, jak i determinanty jej sukcesu. W kontekście tematu pracy i zarządzania wartością przedsiębiorstwa omawianego w tej części pracy nieco brakuje omówienia źródeł finansowania przedsiębiorstw wskazując miejsce emisji akcji jako jednej z opcji w tym zakresie.

Rozdział drugi poświęcony został zagadnieniu rodowodów spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W tej części zaprezentowana została klasyfikacja rodowodów spółek giełdowych stosowana przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. W rozdziale tym przedstawiono również czynniki wpływające na rodowody spółek giełdowych, odnosząc je do gospodarki polskiej. W ostatnim podrozdziale przedstawiono udział poszczególnych rodowodów spółek w emisji pierwotnej akcji spółek w Polsce. Należy wskazać, że rozdział drugi jest zdecydowanie krótszy od pozostałych. Ma on zaledwie 13 stron z których 4 stanowią wykresy i tabele. Być może zagadnienie rodowodu spółek giełdowych w Polsce można było połączyć z omówieniem rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie zamiast wyodrębniania wskazanego zagadnienia do osobnej części pracy.

Trzeci rozdział zatytułowany został „Emisje pierwotne spółek a kształtowanie wyników finansowych w teorii i badaniach empirycznych”. W rozdziale tym zaprezentowano zagadnienie „kształtowania wyników finansowych” oraz dokonano analizy badań występujących w tym zakresie w literaturze przedmiotu. Autorka dokonała ponadto szczegółowego przeglądu literatury w zakresie zarządzania zyskami na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Rozdział kończy się opisem etycznych aspektów związanych z kształtowaniem wyników finansowych spółek.

W rozdziale czwartym zaprezentowano rynek pierwotnych emisji akcji spółek w kontekście rozwoju rynku giełdowego. W zasadzie rozdział ten służy budowie miary rozwoju rynku emisji pierwotnych akcji spółek w oparciu o wyodrębnione miary szczegółowe (ilościowe i behawioralne). Wydaje się, że kolejność podrozdziałów powinna zostać uporządkowana w taki sposób, aby najpierw przedstawić determinanty rozwoju rynku emisji pierwotnych akcji spółek (4.4.) a na ich podstawie wyodrębniać miary rozwoju rynku pierwotnych emisji akcji spółek (4.3.). Nieco niezrozumiałe jest ponadto dodanie do wynikających z tytułu pracy badań rozwoju rynku emisji pierwotnych akcji w Polsce, giełdy niemieckiej Deutsche Boerse.

Rozdział piąty zatytułowany jest: „Pomiar i ocena kształtowania wyników finansowych w spółkach debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w kontekście rodowodu spółek i rozwoju rynku emisji pierwotnych spółek”. Rozdział ten ma charakter empiryczny. Badania w nim przeprowadzone odnoszą się do zaprezentowanych we wstępie tez szczegółowych. Autorka wskazuje nawet powiązanie pomiędzy tezami szczegółowymi a poszczególnymi podrozdziałami (tabela 18) co porządkuje tok procesu badawczego.

Należy uznać, że struktura pracy jest powiązana z problemami badawczymi, celami i tezami zaprezentowanymi w pracy. Zaprezentowane w rozdziale piątym zestawienie powiązań tez szczegółowych pracy i poszczególnych podrozdziałów należy uznać za ważny element porządkujący proces badawczy. Zasadnicze uwagi do struktury pracy dotyczą zasadności poruszania zbyt wielu wątków rozpraszających i odciągających od domniemanego celu głównego. Ponadto wątpliwa jest zasadność wyodrębniania rozdziału 2 przy tak niewielkiej jego objętości. Wątpliwości budzi również brak prezentacji w pracy zagadnienia źródeł finansowania przedsiębiorstw i umiejscowienia w nim będącej zasadniczym tematem dysertacji emisji pierwotnej akcji spółek.

3. Ocena dotycząca strony formalnej, redakcyjnej i stylistycznej

Praca napisana została w sposób staranny i zrozumiały. Język w pracy jest zasadniczo poprawny, choć oczywiście zdarzają się drobne błędy.

Szczegółowa lista usterek:

str. 3, tytuł 1.3.1. - „Kształtowanie wyników finansowych kontekście ...”, powinno być „Kształtowanie wyników finansowych w kontekście ...”

str. 24, akapit 1, wiersz 4 - „...zmniejszenia jej zmienności”, powinno być „... zmniejszenia zmienności jej ceny,”

str. 39, akapit 4, wiersz 3 - „... wydatków reklamę,” powinno być „wydatków na reklamę,”

str. 47, akapit 1, wiersz 2 - „... wartości akcjonariuszy ...”, powinno być „...wartości dla akcjonariuszy...”

str. 63, akapit 2, wiersz 7 - „... przyczyniać się zwiększenia ...” ... przyczyniać się do zwiększenia ...”

str. 82, akapit 1, wiersz 3 - „... stwierdził, iż spółkach ...”, powinno być „...stwierdził, iż w spółkach ...”

str. 111, akapit 2, wiersz 6 - „Poniższej ...”, powinno być „Poniżej ...”

str. 146, akapit 1, wiersz 5 - „... kosztowanego ...”, powinno być „... kosztownego ...”

str. 213, akapit 2, wiersz 4 - „... jednak słabo, ...”, powinno być „... jednak słabło, ...”

4. Ocena merytorycznej strony pracy

W pracy poruszanych jest wiele wątków. Najistotniejsze zagadnienia jednak zostały w odpowiedni sposób zaprezentowane. Dokonano również w kilku miejscach pracy rzetelnego przeglądu literatury w zakresie teorii opisujących zagadnienia modeli analizy pozycji bilansu wykorzystywanych do pomiaru kształtowania wyniku finansowego, zarządzania zyskami na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie i pomiaru rozwoju rynku giełdowego. Autorka wykazuje się swobodą w prezentowaniu treści związanych z tematem pracy oraz interpretacji omawianych teorii.

Zarówno zaletą, jak i wadą pracy jest jej wielowątkowość. Autorka porusza zagadnienie nie tylko rozwoju rynku emisji pierwotnych akcji spółek, ale dołącza do tego kwestię rodowodów spółek, kształtowania wyników spółek i jakości zysków. Wielość wątków powoduje, że zdecydowanie trudniej jest prowadzić badania utrzymując dyscyplinę w zakresie wiodącego celu. Z drugiej jednak strony wnioski z przeprowadzenia tak wielowątkowego badania są pełniejsze i pozwalają szerzej spojrzeć na badane zagadnienie.

Pozytywnie należy ocenić również sprawność posługiwania się przez Autorkę narzędziami statystycznymi w przeprowadzanych badaniach. Autorka bazując na założeniach i teoriach prezentowanych w literaturze przedmiotu dokonała doboru narzędzi badawczych i stworzyła miarę kompleksowego rozwoju rynku pierwotnego akcji spółek.

Zastrzeżenia może budzić dobór niektórych miar służących analizie cech rynku emisji pierwotnych akcji prezentowanych w tabeli 10 na str. 112. Uwaga odnosi się do funkcji zapewnienia rynkowej wyceny spółki. Zaproponowane miary (pierwotna stopa zwrotu (%)) oraz współczynnik zysku względnego akcji

pierwotnych (%)) powinny być przepracowane i właściwie zinterpretowane. Zastosowanie ich bez dodatkowych przekształceń sprawia, że wysokie wartości zaproponowanych miar wpływają pozytywnie na poziom rozwoju rynku pierwotnych emisji akcji. Tym czasem wartości znacząco odbiegające od 0 świadczą o niewłaściwej wycenie akcji na rynku pierwotnym lub o braku efektywności rynku akcji. Zastosowanie zaproponowanych wskaźników mogłoby mieć miejsce, ale przy założeniu, że znaczące odchylenie od poziomu 0 negatywnie wpływa na poziom rozwoju tego rynku. Druga uwaga w zakresie stworzonego narzędzia pomiaru rynku pierwotnych emisji akcji dotyczy braku standaryzacji poszczególnych wskaźników cząstkowych – składowych miary kompleksowej. W pracy mowa jest o równych wagach poszczególnych wyodrębnionych miar w zakresie współczynnika ilościowego, jak i behawioralnego. Bez zastosowania procesu standaryzacji realne wagi będą zależały od wartości nominalnych poszczególnych miar wobec siebie. W pracy nie ma mowy o tym zagadnieniu, a ma ono kluczowe znaczenie dla uzyskanych wyników i ich interpretacji.

W tym zakresie warto również wskazać, że analiza porównawcza stóp zwrotu przy debiutach spółek bez odniesienia do wybranego benchmarku powoduje, że wartości te będą silnie powiązane z aktualną sytuacją (koniunkturą) panującą na rynku kapitałowym, a nie z samymi debiutami poszczególnych spółek.

Kolejna uwaga dotyczy badania wyników finansowych spółek debiutujących na giełdzie w kontekście ich rodowodów. Należy zwrócić uwagę, że dokonujemy porównania spółek, które debiutowały w różnym czasie na przestrzeni 21 lat oraz funkcjonują w zupełnie różnych branżach. Wyniki takie, bez uwzględnienia specyfiki branży i warunków panujących na rynku giełdowym w momencie debiutu mogą być niewłaściwie interpretowane.

Dodatkową kwestią w zakresie prowadzonych badań jest liczebność podgrup przy zastosowaniu kryterium rodowodu spółek. Po wyłączeniu wartości nietypowych liczba spółek w podgrupie „mieszana forma własności” wynosiła 4. Analiza rozkładu zmiennych (str. 191) przy tak małej liczbie danych nie ma większej wartości diagnostycznej.

Wskazane mankamenty nie zmieniają ogólnej pozytywnej oceny recenzowanej pracy. Przedstawione uwagi nie dyskwalifikują wyników badań przeprowadzonych w pracy, a świadczą jedynie o możliwości wystąpienia w niektórych miejscach ograniczonej wiarygodności wniosków wyprowadzonych na ich podstawie.

Deklaracja Autorki zawarta we wnioskach dotycząca pełnej realizacji celów pracy i potwierdzenia tez badawczych sformułowanych w pracy może budzić wobec powyższego pewne wątpliwości. Wobec wskazanych w części 1 niniejszej recenzji uwag względem pytań, celów i tez badawczych wydaje się, że Autorka w sposób zbyt jednoznaczny prezentuje swoją opinię o pozytywnej weryfikacji tez badawczych. Praca badawcza wymaga dużej ostrożności w formułowaniu tak zdecydowanie jednoznacznych wniosków, szczególnie przy tak rozbudowanym badaniu jak to prezentowane w dysertacji.

5. Ocena oryginalności rozwiązania podjętego problemu naukowego

Temat rozwoju rynku akcji jest zagadnieniem poruszonym w literaturze przedmiotu. Autorka jednak poświęciła pracę pewnemu specyficznemu wycinkowi tego rynku – rynkowi pierwotnych emisji akcji. Zagadnienie to należy uznać za uzupełnienie szerokiego obszaru badań a tym samym za wypełnienie pewnej luki poznawczej. Autorka podejmuje się stworzenia narzędzia i przeprowadzenia z jego zastosowaniem kompleksowego badania rozwoju rynku pierwotnych emisji akcji spółek. Dodatkowo Autorka dokonała próby powiązania badanego podstawowego zagadnienia – rozwoju rynku pierwotnej emisji akcji spółek, z zagadnieniem rodowodu spółek oraz koncepcji kształtowania wyników spółek. W opisanym powyżej zakresie i kompleksowym ujęciu praca ta ma charakter oryginalny i nowatorski.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że Autorka wykazuje się odwagą w prowadzeniu wielowątkowych badań stosując przy tym różne narzędzia badawcze dostosowane do potrzeb w różnych podzakresach badania.

Zarówno zakres badania, szczegółowa konstrukcja badania podstawowego i badań uzupełniających, jak i zaprezentowane wnioski uznać należy za element oryginalny, stanowiący wkład Autorki w rozwój nauki.

6. Ocena ogólnej wiedzy Doktorantki w dyscyplinie Ekonomia i Finanse

Na podstawie ocenianej pracy uznać należy, że Doktorantka sprawnie porusza się po zagadnieniach ekonomicznych i finansowych w badanym obszarze. W rozdziałach teoretycznych (r. I, II, III) Autorka wykazała się niezbędną wiedzą w zakresie rynków finansowych, co pozwoliło na realizację celu badawczego pracy polegającego na ocenie rozwoju pierwotnych emisji akcji spółek. Przeprowadziła Ona nie tylko bardzo kompleksową analizę zagadnień związanych z rynkiem pierwotnej emisji akcji, ale również dokonała próby ich oceny i wskazania powiązań między sobą. Autorka wykazała się nie tylko wiedzą w zakresie poruszanego tematu, ale i samodzielnością w ocenie i zastosowaniu prezentowanych teorii.

7. Ocena umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej

W ocenianej pracy doktorskiej przeprowadzone badania dotyczyły rozwoju rynku pierwotnych emisji akcji spółek w kontekście rodowodów spółek oraz kształtowania wyników finansowych.

Autorka przy konstruowaniu i przeprowadzaniu kolejnych etapów procesu badawczego wykazała się umiejętnością samodzielnego prowadzenia pracy badawczej i interpretacji jej wyników. Sprawny i właściwy dobór zmiennych poddanych badaniu, jak i odpowiedni dobór narzędzi statystycznych do przeprowadzenia badania pozwoliły na realizację celu pracy wskazanego w samym tytule dysertacji.

Uznać należy, że Autorka wykazała się umiejętnościami samodzielnego prowadzenia pracy naukowej (zarówno konceptualizacji, operacjonalizacji, jak i interpretacji wyników).

8. Ocena końcowa i wnioski

Przedłożona do oceny dysertacja doktorska mgr Marty Bowszys pod tytułem „Rozwój rynku emisji pierwotnych spółek w Polsce” spełnia wymogi stawiane pracom doktorskim określone w art. 13 ust 1 Ustawy o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki z dnia 14 marca 2003 r. z późniejszymi zmianami. **Wobec powyższego wnoszę do Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Gdańskiego o przyjęcie ocenianej pracy i wnioskuje o dopuszczenie Autorki do dalszych etapów przewodu doktorskiego.**



Signed by /
Podpisano przez:

Marcin Kalinowski

Date / Data:
2024-03-04 22:06

dr hab. Marcin Kalinowski, prof. UWSBM

Gdańsk, dnia 29 lutego 2024 r.