



Warszawa, 29 lutego 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 Marty Bowszys
pt. *Rozwój rynku emisji pierwotnych spółek w Polsce***

Rozprawa została napisana pod kierunkiem prof. dr hab. Elżbiety Ostrowskiej, (promotor) oraz dr. Adama Barembucha (promotor pomocniczy). Procedura wszczęta w dziedzinie nauk ekonomicznych, w dyscyplinie finanse na Uniwersytecie Gdańskim.

1. Ocena trafności podjętej problematyki badawczej i jej oryginalności

Rynek kapitałowy, w którego centrum znajdują się platformy obrotu instrumentami udziałowymi, stanowi alternatywną w stosunku do sektora bankowego formę finansowania działalności przedsiębiorstw sfery realnej. Ze względu na przeważający w danej gospodarce sposób pozyskiwania środków, wyróżnić można systemy finansowe zorientowane rynkowo lub bankowo. Przemiany zachodzące w systemach finansowych, związane m.in. z rewolucją technologiczną, postępującą finansjalizacją, wzrostem znaczenia i ujednocnieniem zasad ładu korporacyjnego, spowodowały stopniową konwergencję tych systemów. Oznacza to, że coraz powszechniej spotykana jest sytuacja spełniania roli transmisji kapitału (od podmiotów posiadających nadwyżki finansowe do przedsiębiorstw) w bardziej wyrównanych proporcjach przez banki i rynek publiczny. Przekłada się to z jednej strony na większe zróżnicowanie oferty instrumentów finansowych dla inwestorów, z drugiej zaś – na lepsze dopasowanie źródeł finansowania do potrzeb przedsiębiorstw.

W polskim systemie finansowym rynek kapitałowy nadal pozostaje w cieniu sektora bankowego i daleko jest do osiągnięcia nawet względnej równowagi między nimi w finansowaniu przedsiębiorstw. W Polsce bowiem, podobnie jak w wielu innych

państwach o stosunkowo krótkiej historii rozwoju rynku kapitałowego, publiczny rynek akcji jako młoda instytucja, jest z oporami uznawany za stały element gospodarki. Pomimo dość dużych zmian w instytucjach formalnych, nadal nie jest on dobrze zakorzeniony w instytucjach nieformalnych i nie cieszy się dużym zaufaniem społecznym. Na te lokalne uwarunkowania nakłada się ogólnoswiatowa tendencja zmniejszania się liczby spółek publicznych, spowodowana z jednej strony z malejącą liczbą debiutów, z drugiej zaś z rosnącą liczbą delistingów. Wszystkie te czynniki powodują, że w Polsce pełnienie przez publiczny rynek kapitałowy przypisywanych mu funkcji alokacji, mobilizacji i wyceny kapitału traktować należy raczej jako domenę postulatów niż rzeczywistych zjawisk.

W recenzowanej rozprawie p. mgr Marta Bowszys porusza wiele wątków związanych z problemem niewykorzystanego potencjału rynku kapitałowego w Polsce. Można je pogrupować w trzy główne kategorie tematyczne:

- kwestia rozwoju publicznego rynku pierwotnego, który to rozwój można uznać za jeden z warunków zwiększenia skali i znaczenia całego rynku kapitałowego od strony podażowej;
- zagadnienia z zakresu zarządzania wartością przedsiębiorstw, w szczególności kształtowania wyników finansowych, jako czynnika wpływającego na zaufanie do spółek publicznych a w konsekwencji do rynku kapitałowego jako całości;
- problematyka atrakcyjności inwestycyjnej akcji spółek debiutujących na rynku publicznym, ocenianej przez pryzmat długookresowych stóp zwrotu przy zastosowaniu strategii kup i trzymaj; atrakcyjność tę można uznać za czynnik rozwoju rynku kapitałowego od strony popytowej.

Biorąc pod uwagę znaczenie i aktualność analizowanych zagadnień, wybór obszaru dociekań należy zatem uznać za trafny, a zakres i różnorodność zastosowanych ujęć wskazują na umiejętność spojrzenia na problem z różnych punktów widzenia. Ta różnorodność podejść stanowi również ważny czynnik decydujący o oryginalności prezentowanych treści.

2. Ocena prawidłowości struktury dysertacji

Recenzowana rozprawa liczy 273 strony razem ze wszystkimi załącznikami. Zasadnicza część dysertacji obejmuje wstęp, pięć rozdziałów merytorycznych

oraz wnioski. We *Wstępie* uzasadniono wybór tematu rozprawy, zaprezentowano pytania badawcze, cele, tezy i metody badawcze a także strukturę pracy. Pierwsze trzy rozdziały, zatytułowane odpowiednio *1. Emisje pierwotne akcji oraz kształtowanie wyników finansowych w świetle teorii zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, *2. Rodowody spółek na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie* oraz *3. Emisje pierwotne spółek a kształtowanie wyników finansowych w teorii i badaniach empirycznych*, pełnią funkcję wprowadzenia do części badawczej pracy. Wyniki badań własnych zawarte zostały z kolei w rozdziałach czwartym (*4. Rynek pierwotnych emisji spółek jako część rynku giełdowego*) i piątym (*5. Pomiar i ocena kształtowania wyników finansowych w spółkach debiutujących na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w kontekście rodowodu spółek i rozwoju rynku emisji pierwotnych spółek*). Całość rozważań jest zakończona częścią zatytułowaną *Wnioski*.

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

3. Ocena merytoryczna treści

Rozdział pierwszy (*1. Emisje pierwotne akcji oraz kształtowanie wyników finansowych w świetle teorii zarządzania wartością przedsiębiorstwa*) rozpoczyna fragment poświęcony zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa (*1.1 Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – ujęcie teoretyczne*), w którym zaprezentowano podstawy teorii zarządzania wartością dla akcjonariuszy, jedynie awizując istnienie koncepcji tworzenia wartości dla interesariuszy. W całym tym podrozdziale zabrakło choćby wzmianki o fali krytyki podejścia opartego na zarządzaniu wartością dla akcjonariuszy, jaka przetoczyła się przez światową literaturę ekonomiczną po kryzysie finansowym zapoczątkowanym w latach 2007-2008. Brak pogłębionego, krytycznego przeglądu teorii, która miała stanowić punkt odniesienia do dalszych rozważań, stanowi słabość, która jest jednak o tyle mniej istotna w kontekście całości rozprawy, że w dalszych jej częściach zarządzanie wartością przywoływane jest jedynie jako ogólne hasło, głównie w tytułach rozdziałów i podrozdziałów. Drugi podrozdział (*1.2. Miejsce emisji pierwotnych akcji w teorii zarządzania wartością przedsiębiorstwa*) jest tego najlepszym przykładem. Poświęcono go bowiem w istocie organizacji pierwszej oferty

publicznej (IPO, ang. *Initial Public Offering*) oraz obowiązkom informacyjnym emitentów po jej przeprowadzeniu – odniesienie do zarządzania wartością pojawia się jeden raz (w kontekście kształtowania docelowej struktury akcjonariatu na s. 31). Znacznie większy problem, niż pomijanie w tekście kluczowej teorii, stanowi jednak wyraźne mylenie pojęć pierwszej oferty akcji z pierwotną emisją akcji, a nawet z debiutem giełdowym. Ten chaos pojęciowy występuje w całej pracy i nawet prezentacja tabeli służącej przynajmniej częściowo wyjaśnieniu tych pojęć (zamieszczonej dopiero na s. 100) nie wpłynęła na jego złagodzenie. Jedną z przyczyn występujących w tekście problemów terminologicznych jest dobór cytowanej literatury. Doktorantka w swojej rozprawie powołuje się bowiem nie tylko na podręczniki akademickie, ale wręcz na poradniki, czy przewodniki różnego autoramentu, ze swej istoty zawierające uproszczenia, które mogą prowadzić do konfuzji.

Ostatni podrozdział w rozdziale pierwszym (*1.3. Kształtowanie wyników finansowych jako element tworzenia, utrzymania, realizacji i niszczenia wartości przedsiębiorstwa*) jest odmienny od dwóch wcześniejszych. Napisany jest ze swadą wynikającą ze znajomości poruszanej problematyki, a prezentowana treść odpowiada tytułowi. Autorka potrafiła też w tym przypadku znaleźć adekwatne publikacje w światowej literaturze przedmiotu (podobnie, jak podczas pisania rozdziału 3, dotyczącego tego samego tematu).

Rozdział drugi (*2. Rodowody spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*) stanowi krótkie wprowadzenie do problematyki istotnej z punktu widzenia przeprowadzonych badań nawiązując do klasyfikacji giełdowej spółek pod względem ich struktur własnościowych w momencie przeprowadzania IPO. Podstawowa klasyfikacja została przedstawiona w podrozdziale 2.1. (*Pojęcie i klasyfikacja rodowodów spółek giełdowych*), jej przesłanki w podrozdziale 2.2. (*Determinanty rodowodów spółek giełdowych*), a konsekwencje dla rozwoju regulowanego rynku wtórnego w podrozdziale 2.3. (*Znaczenie rodowodów spółek dla rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*). Treść całego rozdziału jest zatem ułożona dość logicznie, chociaż nieco wykracza (zwłaszcza 2.3.) poza obszar określony tytułem.

Rozdział trzeci (*3. Emisje pierwotne spółek a kształtowanie wyników finansowych w teorii i badaniach empirycznych*) jest jednocześnie obszerniejszy od dwóch wcześniejszych i lepiej od nich przygotowany. Wyróżnia się nie tylko spójnością prezentowanej treści, ale też bardziej przejrzystym sposobem opracowania

kolejnych zagadnień. Rozpoczyna się podrozdziałem wprowadzającym kluczowe pojęcia (3.1. *Typy i metodyka pomiaru kształtowania wyników finansowych*), po którym następuje prezentacja badań związanych z kształtowaniem wyników finansowych przez spółki (podrozdziały 3.2. *Identyfikowanie występowania kształtowania wyników finansowych w pierwotnych emisjach w ujęciu międzynarodowym* oraz 3.3. *Badania nad kształtowaniem wyników finansowych w kontekście emisji pierwotnych akcji na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*). Całość wieńczą rozważania dotyczące kontekstu etycznego kształtowania wyników (3.4. *Aspekty etyczne związane z kształtowaniem wyników finansowych*).

Treść trzech początkowych rozdziałów wskazuje na przywiązywanie przez Doktorantkę różnej wagi do poruszanych zagadnień. Najwięcej miejsca poświęciła kształtowaniu wyniku finansowego przez spółki: podrozdział 1.3 oraz rozdział 3. Są to jednocześnie najlepiej przygotowane i napisane części rozprawy, stanowiące dobrą podbudowę do badań poświęconych tej tematyce. Pozostałe poruszane w tych trzech rozdziałach wątki, w szczególności te dotyczące zagadnień leżących na styku zarządzania finansami i rynku kapitałowego zaprezentowane zostały w sposób znacznie bardziej chaotyczny i budzący wiele wątpliwości.

Rozdział czwarty (4. *Rynek pierwotnych emisji spółek jako część rynku giełdowego*) jest spójny wewnętrznie. Pierwszy podrozdział (4.1. *Pierwsza oferta publiczna na rynku giełdowym*) ma charakter wprowadzenia terminologicznego a drugi (4.2. *Mierniki oceny rozwoju rynku giełdowego*) metodycznego do badań zaprezentowanych w podrozdziale trzecim (4.3. *Charakterystyka rynku emisji pierwotnych spółek i pomiar rozwoju Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle giełdy Deutsche Boerse*); podrozdział czwarty (4.4. *Determinanty rozwoju rynku emisji pierwotnych spółek*) stanowi uzupełnienie zaprezentowanych wyników badań. Poszczególne części są powiązane ze sobą logicznie, a przeprowadzona analiza porównawcza zawiera interesujące wyniki. Pewien niedosyt budzi brak wniosków, które można by sformułować na podstawie tych wyników.

Rozdział piąty (5. *Pomiar i ocena kształtowania wyników finansowych w spółkach debiutujących na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w kontekście rodowodu spółek i rozwoju rynku emisji pierwotnych spółek*) stanowi kolejny rozdział empiryczny. Rozpoczyna się od zaprezentowania formalnych ram badania w podrozdziałach zatytułowanych 5.1. *Hipotezy badawcze i metodyka badań* oraz 5.2. *Dobór i charakterystyka próby badawczej oraz podprób wyróżnionych*

ze względu na *rodowód spółek*. W podrozdziałach tych określono kontekst badań, tezy (zarówno główną, jak i szczegółowe), zastosowane mierniki oraz hipotezy statystyczne służące do ich testowania, a także scharakteryzowano próbę i zebrane dane. Trzeci podrozdział (5.3. *Badanie empiryczne*) jest dość rozbudowany i zawiera drobiazgową prezentację wyników przeprowadzonych badań, a czwarty (5.4. *Przesłanki rozwoju rynku emisji pierwotnych spółek na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*) stanowi formę uzupełnienia zaprezentowanych treści. Badaniu zawartemu w tym rozdziale nadano większą wagę, niż temu z rozdziału czwartego, o czym może świadczyć odwoływanie się w nim (podrozdział 5.1.) do wszystkich sformułowanych we *Wstępie* rozprawy tez (głównej i szczegółowych). Wyraźnym mankamentem rozdziału piątego, podobnie jak kolejnej części rozprawy, zatytułowanej *Wnioski*, jest brak interpretacji uzyskanych wyników w kontekście sformułowanych tez. Jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy może być złożoność zawartych w nich twierdzeń. Przykładowo teza główna brzmi: „rozwój rynku emisji pierwotnych spółek determinowany jest przez rodowód debiutujących spółek oraz kształtowanie wyników finansowych w spółkach debiutujących, co ma wpływ na rozwój Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie.” Trudno jednoznacznie wskazać argumenty przemawiające za trafnością całego takiego stwierdzenia.

Wielowątkowość opracowania wiąże się z ryzykiem braku spójności treści. Jedną z metod ograniczania tego typu ryzyka jest stosowanie syntetycznych podsumowań kolejnych części tekstu, zawierających nawiązania do wcześniejszych ustaleń, bądź stanowiących wprowadzenie do kolejnych zagadnień. Taki zabieg pozwala czytelnikowi zorientować się jaki jest tok rozumowania autora. Tego typu rozwiązań wyraźnie w pracy zabrakło. W całej rozprawie Doktorantka unikała również formułowania jakichkolwiek własnych ocen, opinii, wniosków, ograniczając się do sprawozdawania stwierdzonych przez siebie faktów lub przywoływania opinii innych badaczy, pozostawiając odbiorcy ich interpretację i ocenę. Zaprezentowane w pracy badania pozostawiają niedosyt. Poruszono w nich bardzo ciekawe zagadnienia, zebrano obszerny zasób danych, przeprowadzono dużo interesujących obliczeń, ale nie sformułowano wniosków łączących poszczególne wątki w jedną spójną całość. Wydaje się, że krytyczna ocena prezentowanych treści i odważniejsze formułowanie własnych opinii 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 w oparciu o zwyczajowo przyjęte reguły. Struktura pracy uwzględnia podział na rozdziały i podrozdziały, poszczególne części zostały wyraźnie wyodrębnione i odpowiednio ponumerowane. Tekst uzupełniają liczne tabele i wykresy, z których część zamieszczono w aneksie. Doktorantce udało się zachować należyłą staranność w zakresie formy, począwszy od właściwej numeracji wszystkich wyodrębnionych części pracy, obiektów ilustracyjnych i przypisów, poprzez precyzyjny opis cytowanych źródeł, aż po precyzyjną paginację, a nawet spójność czcionek. W konsekwencji praca stwarza wrażenie bardzo uporządkowanej.

Niestety, Autorka nie wykazała się podobną starannością w warstwie językowej. W pracy pojawiają się błędy semantyczne, stylistyczne czy ortograficzne. Najpoważniejsze konsekwencje mają błędy semantyczne. Wskazywane już problemy z rozróżnianiem pojęć podstawowych z punktu widzenia tematu rozprawy (emisja akcji, oferta akcji, debiut spółki) nie są jedyne. Przykłady tego typu lapsusów można mnożyć: miejsce pochodzenia spółki to przecież nie to samo, co „kraj rejestracji” (s. 123), a prawom do akcji (PDA) można wprawdzie przypisać pewne cechy akcji, jednak nie dotyczy to ceny emisyjnej (s. 114 i s. 166). Błędy stylistyczne o mniejszym znaczeniu niż semantyczne, wynikają przede wszystkim z nadmiernego stosowania szyku przestawnego i prowadzą do innej od zamierzonej interpretacji treści. Najbardziej zauważalne ze względu na zakres tematyczny rozprawy jest zmieniająca swój punkt odniesienia „cecha pierwotności”. W niektórych miejscach pierwotna jest emisja (np. 3.2. *Identyfikowanie występowania kształtowania wyników finansowych w pierwotnych emisjach w ujęciu międzynarodowym*), w innych pierwotne są akcje (np. 3.3. *Badania nad kształtowaniem wyników finansowych w kontekście emisji pierwotnych akcji na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*), a jeszcze gdzie indziej spółki (np. 3.2.3. *Wpływ kształtowania wyników finansowych na atrakcyjność inwestowania w akcje pierwotnych spółek*). Listę niedociągnięć w warstwie poprawności językowej uzupełniają błędy ortograficzne, na szczęście nieliczne.

5. Konkluzja

Pomimo zgłoszonych uwag recenzowana dysertacja zasługuje na ocenę pozytywną. Podkreślić należy aktualność podjętej przez mgr Martę Bowszys tematyki

badawczej oraz interdyscyplinarność poddanych analizie zagadnień. Poruszana problematyka dotyczyła bowiem nie tylko obszarów finansów, ekonomii i zarządzania, ale także etyki czy prawa. Docenić także należy spójność struktury dysertacji oraz szeroki zakres przeprowadzonych przez Doktorantkę badań.

Reasumując należy stwierdzić, że rozprawa przygotowana przez mgr Martę Bowszys pt. *Rozwój rynku emisji pierwotnych spółek w Polsce*, 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 dyscyplinie: ekonomia i finanse. Wnoszę zatem o jej dopuszczenie do publicznej obrony.

