

Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytet Warszawski

Katedra Innowacji i Rozwoju

Accounting and Economics Research Centre

Recenzja pracy doktorskiej mgr Marcina Piaseckiego pod tytułem
„Elastyczność finansowa spółek publicznych z perspektywy akcjonariuszy”

Rozprawa doktorska Pana mgr Marcina Piaseckiego jest pierwszą w Polsce empiryczną analizą kwestii konfliktów interesów (pomiędzy menedżerami a akcjonariuszami oraz między akcjonariuszem większościowym i akcjonariuszami mniejszościowymi) związanych z budowaniem elastyczności finansowej oraz sposobów ich ograniczania w spółkach publicznych (notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie). Praca doktorska Pana mgr Marcina Piaseckiego zalicza się do wąskiego grona prac naukowych, które podejmują zagadnienie kształtowania elastyczności finansowej, uwzględniając jej ocenę z perspektywy uczestników rynku kapitałowego (inwestorów). Stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, którego aktualność potwierdza nasilenie problemów z płynnością i pozyskiwaniem finansowania długiem przedsiębiorstw dotkniętych lockdownem lub narażonych na ryzyko ograniczenia działalności w związku z pandemią koronawirusa zmuszającą banki do zacieśnienia (zwiększenia restrykcyjności) polityki monetarnej w obliczu wzrostu ryzyka.

Uzyskane przez Doktoranta wyniki pozwalają sformułować wnioski o znaczeniu praktycznym dla obecnych właścicieli, potencjalnych inwestorów na rynku kapitałowym lub instytucji finansowych udostępniających kapitał przedsiębiorstwu (np. banków), w zakresie zidentyfikowania przesłanek, jakimi kierują się menedżerowie w decyzjach finansowych, biorąc pod uwagę zapotrzebowanie spółki na elastyczność finansową. Znajomość sposobów pomiaru stopnia zapotrzebowania spółki na elastyczność finansową oraz wiedza na temat ich determinant pozwoli osobom fizycznym lub podmiotom alokującym swój kapitał w spółkach publicznych na lepszą ocenę decyzji finansowych podejmowanych przez osoby zarządzające przedsiębiorstwem.

Celem głównym rozprawy doktorskiej „jest odpowiedź na pytanie, **czy inwestorzy instytucjonalni wpływają na kształtowanie elastyczności finansowej w spółkach publicznych?**”. Autor podporządkował strukturę dysertacji realizacji głównego celu pracy, wyodrębniając sześć celów cząstkowych (szczegółowych), mianowicie:

1. Zdefiniowanie elastyczności finansowej i jej umiejscowienie w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa.
2. Określenie sposobów i warunków kształtowania elastyczności finansowej przedsiębiorstwa.
3. Nakreślenie roli znaczących akcjonariuszy w nadzorze korporacyjnym.
4. Przedstawienie możliwej roli inwestorów instytucjonalnych w kształtowaniu elastyczności finansowej spółek publicznych.

5. Pomiar wartości elastyczności finansowej dla spółek z próby badawczej.

6. Identyfikacja i ocena zależności pomiędzy obecnością znaczącego inwestora instytucjonalnego w strukturze własności a decyzjami kształtującymi elastyczność finansową w próbie spółek objętych badaniami.

Przeprowadzona analiza empiryczna i teoretyczna dostarczyła Autorowi podstaw do zweryfikowania **hipotezy głównej**, zgodnie z którą *„rola inwestorów instytucjonalnych w kształtowaniu elastyczności finansowej jest powiązana z liczbą posiadanych przez nich udziałów oraz charakterem pozainwestycyjnych relacji łączących inwestorów ze spółkami portfelowymi.”*

Weryfikacja hipotezy głównej przeprowadzona została na podstawie empirycznej weryfikacji czterech niżej wymienionych **częstkowych hipotez badawczych** odnoszących się odpowiednio do kształtowania struktury kapitału i strategii zarządzania środkami pieniężnymi:

H1: Występowanie znaczącego inwestora instytucjonalnego w strukturze własności zwiększa – wraz ze wzrostem wartości elastyczności finansowej – skłonność zarządzających do utrzymywania rezerwy pojemności zadłużeniowej.

H1a: Występowanie znaczącego niezależnego inwestora instytucjonalnego w strukturze własności zwiększa – wraz ze wzrostem wartości elastyczności finansowej – skłonność zarządzających do utrzymywania rezerwy pojemności zadłużeniowej.

H2: Występowanie znaczącego inwestora instytucjonalnego w strukturze własności zwiększa – wraz ze wzrostem wartości elastyczności finansowej – skłonność zarządzających do utrzymywania rezerwy zasobów środków pieniężnych.

H2a: Występowanie znaczącego niezależnego inwestora instytucjonalnego w strukturze własności zwiększa – wraz ze wzrostem wartości elastyczności finansowej – skłonność zarządzających do utrzymywania rezerwy zasobów środków pieniężnych.

Z przeprowadzonego przez Pana mgr Marcina Piaseckiego przeglądu dotychczasowego stanu wiedzy wynika, że akcjonariusze instytucjonalni posiadający znaczne pakiety akcji (tzw. *blockholders*), mają motywację, a zarazem możliwość efektywnego monitorowania zarządzających spółkami (Edmans i Holderness, 2017). W szczególności, ich skala zaangażowania kapitałowego (co najmniej 5% akcji spółki) pozwala im skutecznie korzystać zarówno z prawa głosu, jak również prawa wyjścia, a korzyści z monitoringu przeważają nad kosztami podejmowanych działań. Doktorant, biorąc pod uwagę, że inwestorzy instytucjonalni nie są grupą homogeniczną co do motywów, możliwości oraz sposobów i efektywności sprawowania nadzoru nad spółkami, w których posiadają udziały, sklasyfikował inwestorów na dwie grupy, tj. „niezależnych” (*independent*) oraz „szarych” (*grey*). Pierwszą grupę (towarzystwa funduszy inwestycyjnych, fundusze hedgingowe oraz fundusze venture capital) cechuje brak innych niż właścicielskie powiązań ze spółkami portfelowymi, większa skłonność do gromadzenia informacji o spółkach i wywierania nacisków na zarządzających. Natomiast drugą grupę obejmującą wszystkich pozostałych inwestorów instytucjonalnych, ze względu na obecne lub potencjalne relacje biznesowe z podmiotami, w których posiada udziały, cechuje większa lojalność wobec zarządu spółki, niższa skłonność do reakcji na działania menedżerów, które nie są zgodne z interesem akcjonariuszy.

Recenzowana rozprawa doktorska składa się z trzech rozdziałów oraz wprowadzenia i zakończenia.

We wprowadzeniu Doktorant prezentuje przesłanki, motywację do przeprowadzenia badania oraz uzasadnia podjęcie tematu rozprawy, formułuje problem badawczy w postaci celu głównego pracy i celów częściowych (szczegółowych), głównej hipotezy badawczej oraz czterech hipotez częściowych (pomocniczych). We wprowadzeniu Doktorant zarysował także zakres pracy oraz metodykę rozwiązania problemu badawczego.

W **rozdziale pierwszym** Autor omówił prowadzoną w literaturze dyskusję na temat znaczenia elastyczności finansowej w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa, definicje i metody pomiaru elastyczności finansowej. Doktorant ułokował koncepcję elastyczności finansowej w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa oraz przedstawił wpływ elastyczności finansowej na decyzje podejmowane w zakresie kształtowania struktury kapitału, strategii zarządzania środkami pieniężnymi oraz polityki wypłat dywidendy.

W **rozdziale drugim** mgr Marcin Piasecki przybliżył znaczenie elastyczności finansowej w budowaniu wartości dla akcjonariuszy, omówił systemy nadzoru korporacyjnego oraz scharakteryzował znaczenie struktury własności dla funkcjonowania przedsiębiorstwa, koncentrując się na roli znaczących akcjonariuszy, w tym inwestorów instytucjonalnych, w nadzorze nad decyzjami menedżerów w zakresie kształtowania struktury kapitału oraz strategii zarządzania środkami pieniężnymi.

W ostatnim **trzecim rozdziale** Doktorant opisał procedurę oraz wyniki pomiaru wartości elastyczności finansowej z perspektywy uczestników rynku kapitałowego dla spółek objętych badaniem empirycznym. Zaprezentował wyniki przeprowadzonych badań dotyczących znaczenia udziału znaczącego inwestora instytucjonalnego w strukturze własności i elastyczności finansowej przedsiębiorstwa dla decyzji menedżerów w zakresie rezerwy pojemności zadłużeniowej i rezerwy zasobów środków pieniężnych. Przeprowadził również testy odporności weryfikujące, w jakim zakresie wyniki przeprowadzonych badań są wrażliwe m.in. na: zmianę sposobu szacowania wartości elastyczności finansowej; podział okresu objętego badaniem na dwa podokresy, pozwalające zidentyfikować znaczenie kryzysu finansowego w latach 2008 i 2009 dla uzyskanych rezultatów; wcześniejsze decyzje menedżerów w zakresie utrzymywanego poziomu niewykorzystanej pojemności zadłużeniowej lub rezerwy zasobów środków pieniężnych (podział na podgrupy spółek o niskiej i wysokiej elastyczności finansowej).

W **zakończeniu** mgr Marcin Piasecki przedstawił syntetycznie otrzymane wyniki badań empirycznych, sformułował wnioski wraz z propozycją ich wykorzystania oraz wskazał możliwe kierunki dalszych badań nad znaczeniem struktury własności i elastyczności finansowej na decyzje finansowe podejmowane przez menedżerów.

Odnosząc się do wartości merytorycznej rozprawy doktorskiej, doceniam ich dużą wartość, w odniesieniu do finansów przedsiębiorstw i nadzoru korporacyjnego, jak również w kontekście wartości aplikacyjnej wyników badań dla praktyki gospodarczej.

Pomimo wniesionych uwag, oryginalność podjętego problemu badawczego i zastosowane metody badawcze z obszaru tzw. mikroekonometrii finansowej do analizy podjętego tematu, pozwalają mi na pozytywną ocenę merytoryczną przedstawionej do recenzji dysertacji, jak i

prowadzonej przez Doktoranta działalności badawczej (w tym w ramach realizacji grantu badawczego NCN nr 2019/35/B/HS4/01002). Sformułowane przeze mnie uwagi mają charakter polemiczny i nie są ukierunkowane na krytykę, lecz na dyskusję merytoryczną z Doktorantem, który swoją pracą bezsprzecznie udowodnił, że posiada odpowiedni warsztat metodyczny, bardzo dobrze orientuje się w problemie badawczym i wynikach prowadzonych w tym obszarze badań w kraju i za granicą, a także osiągnął dojrzałość badawczą, potrafi poprawnie formułować cele badawcze, planować badania z zachowaniem ostrożności i dążeniem do weryfikowalności wiarygodności uzyskanych wyników, tj. ich odporności na różne definicje zmiennych testowych (zmianę sposobu szacowania wartości elastyczności finansowej z uwzględnieniem trójczynnиковego modelu Fama-French lub modelu CAPM); różne próby badawcze pod względem uwarunkowań makroekonomicznych (tj. podział okresu objętego badaniem na dwa podokresy, pozwalające zidentyfikować znaczenie kryzysu finansowego w latach 2008 i 2009 dla uzyskanych rezultatów); wcześniejsze decyzje menedżerów w zakresie utrzymywania poziomu niewykorzystanej pojemności zadłużeniowej lub rezerwy zasobów środków pieniężnych oraz wyciągać wnioski z realizowanych przez siebie badań. Moja ocena recenzowanej rozprawy doktorskiej jest jednoznacznie pozytywna, pomimo zgłoszonych poniżej uwag szczegółowych.

(1) Wybór problemu badawczego, zakres i struktura pracy

Wybrany problem badawczy jest trafny i aktualny, a Doktorant wykazał się szeroką wiedzą niezbędną do jego poprawnej analizy.

W zakończeniu rozprawy Autor wskazał potencjalne możliwości rozszerzenia podejmowanego problemu badawczego, co pozostawia pewien niedosyt Czytelnikom. Dobrze, że Doktorant widzi potencjał rozwinięcia tematu. Aczkolwiek szkoda, że nie został on choćby częściowo zagospodarowany w niniejszej rozprawie doktorskiej.

Na wstępie (s. 6) mgr Marcin Piasecki wyjaśnia, że *„wartość elastyczności finansowej to wartość jaką inwestorzy przypisują elastyczności finansowej przedsiębiorstwa. Dodatnia wartość elastyczności finansowej oznacza, że w ocenie inwestorów elastyczność finansowa może być źródłem dodatkowych korzyści dla akcjonariuszy. Natomiast ujemna wartość elastyczności finansowej sugeruje destrukcję wartości dla akcjonariuszy.”*

Z tego względu zabrakło mi pogłębienia analizy teoretycznej między kształtowaniem elastyczności finansowej a realizacją strategii wzrostu wartości dla akcjonariuszy z perspektywy wyceny wartości przedsiębiorstwa, w której uwzględnia się dług netto. A poza gotówką do aktywów nieoperacyjnych zalicza się również inne aktywa o charakterze inwestycyjnym, np. dzieła sztuki czy nieruchomości niewykorzystywane w prowadzonej działalności. Z tego względu, w kontekście braku podstaw do weryfikacji hipotezy H2 i H2a, nasuwa się pytanie, czy zdaniem Autora rozważenie długu netto, tzn. zadłużenia po pomniejszeniu o zasoby środków pieniężnych, mogłoby przynieść odmienne wyniki? Jakie i dlaczego?

Biorąc pod uwagę kilkakrotnie podkreślany w rozprawie doktorskiej dominujący w Polsce konflikt interesów, wskazywany na gruncie teorii agencji, konflikt między akcjonariuszem większościowym a akcjonariuszem mniejszościowym zabrakło mi odwołania się do hipotezy tunelowania (ang. *tunnelling hypothesis*), który w znacznym stopniu może wpływać na

wielkość gotówkowej elastyczności finansowej poprzez skierowanie nadwyżki płynności np. na zaspokojenie interesów akcjonariuszy większościowych np. poprzez kształtowanie wysokości wynagrodzeń, premii i bonusów dla kadry zarządzającej, udzielanie pożyczek czy też wypłatę odsetek od zaciągniętych pożyczek od przedsiębiorstw niefinansowych lub osób fizycznych.

Kontynuując ten wątek, w kontekście braku podstaw do weryfikacji hipotezy H2 i H2a, warte rozważenia byłoby uwzględnienie przy pomiarze gotówkowej elastyczności finansowej wielkości środków pieniężnych przed wypłatą dywidendy lub udzieleniem pożyczki czy też spłatą („wypłatą”) odsetek od pożyczek udzielonych spółce przez przedsiębiorstwa niefinansowe lub nawet osoby fizyczne (tzw. ukryta dywidenda).

Alternatywnie, można byłoby zastanowić się nad możliwością alternatywnego pomiaru gotówkowej elastyczności finansowej, np. w oparciu o rozwinięcie koncepcji niewykorzystanej zdolności zadłużeniowej zaproponowanej przez [Fliers \(2019\)](#) w powiązaniu z [de Jong et al. \(2012\)](#), opartej na uporządkowanym logicie i ratingu kredytowym czy też wskaźniku Altmana, do których Doktorant odwołuje się na s. 27 i 28. W mojej opinii gotówkowa elastyczność finansowa mogłaby zostać zmierzona jako odległość między aktualnym zasobem środków pieniężnych (w odniesieniu do aktywów niepieniężnych) a wielkością środków pieniężnych (w odniesieniu do aktywów niepieniężnych), przy której spółka utraciłaby rating kredytowy B+ (m.in. na skutek utraty płynności). Funkcja dyskryminacyjna Z''-score Altmana dla *emerging markets* jest wykorzystywana przez StockWatch jako podstawa do przyznania (przypisania) ratingu kredytowego spółkom notowanym na GPW w Warszawie. Zastosowanie alternatywnego pomiaru gotówkowej elastyczności finansowej mogłoby dostarczyć podstawy do weryfikacji hipotez badawczych H2 i H2a. W przypadku niewykorzystanej zdolności zadłużeniowej podejście zaproponowane przez [Fliers \(2019\)](#) zastosowałam dla spółek komunalnych (nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych) w artykule pt. *Revenue diversification and municipally owned companies' role in shaping the debt of municipalities*, *Annals of Public and Cooperative Economics*, doi: 10.1111/apce.12358.

(2) Ocena merytoryczna pracy

Badania empiryczne zostało przeprowadzone w dwóch etapach. W pierwszym etapie Doktorant dokonał pomiaru elastyczności finansowej spółek publicznych w Polsce za pomocą analizy regresji skumulowanych nadwyżkowych stóp zwrotu wyznaczonych na podstawie trójczynnika modelu [Famy i Frencha \(1993\)](#) zgodnie z podejściem [Rappa, Schmida i Urbana \(2014\)](#). Pozwoliło to pogrupować spółki publiczne pod względem wartości, jaką przypisują uczestnicy rynku kapitałowego elastyczności finansowej.

Podziału próby na spółki o niskiej i wysokiej wartości elastyczności finansowej dokonano na podstawie podziału rozkładu zmiennej VOFF (wartość elastyczności finansowej) na tercyle (w przypadku analizy). Spółki, dla których wartość elastyczności finansowej znajdowała się w pierwszym tercylu rozkładu zmiennej, zakwalifikowane zostały jako spółki o niskiej wartości elastyczności finansowej (VOFF_D1), natomiast spółki, dla których wartość elastyczności finansowej znajdowała się w trzecim tercylu rozkładu zmiennej, zostały zaliczone do spółek o wysokiej wartości elastyczności finansowej (VOFF_D3).

Jednak przeprowadzona analiza kształtowania się miernika wartości elastyczności finansowej w czasie ma istotne ograniczenia wynikające z braku istotności oraz innych niż oczekiwane kierunki znaków parametrów przy zmiennych objaśniających kształtowanie się nadwyżkowych stóp zwrotu. Doktorant uznał, że uzyskane wyniki z estymacji modelu wyceny zaproponowanego przez [Rappa, Schmida i Urbana \(2014\)](#) są przydatne także na innych niż amerykański rynkach kapitałowych, w tym na polskim rynku.

W związku z tym nasuwa się kilka wątpliwości, o których rozwianie lub skomentowanie poprosiłabym Doktoranta (w czasie publicznej obrony rozprawy doktorskiej). Mianowicie, na s. 119 – dlaczego tylko aktywa ogółem zostały skorygowane o inflację? Czy wartość zasobów gotówki i Q Tobina nie powinny również zostać uwzględnione w wartości realnej?

Czy, zdaniem Doktoranta, możliwość wyboru polityki rachunkowości do kapitalizacji (lub nie) nakładów na prace rozwojowe przez spółki sporządzające sprawozdania finansowe wg polskiej ustawy o rachunkowości w porównaniu do grup kapitałowych zobligowanych do stosowania MSSF, odmiennie ujmujące wydatki na badania i rozwój, nie zniekształciła uzyskanych wyników? Co można byłoby zrobić, aby zneutralizować wpływ odmiennych standardów rachunkowości stosowanych przez spółki z próby badawczej na uzyskane wyniki?

Czym CFAL (s. 119) różni się od EBITDA?

Ponieważ, jak wskazał mgr Marcin Piasecki, model (2) został oszacowany oddzielnie dla każdego sektora, to czy (i jak) niska liczba obserwacji (minimum 10, jak wskazuje Autor) nie obciążała uzyskanych wyników, biorąc pod uwagę wymagalną przez metodę najmniejszych kwadratów MNK minimalną liczbę obserwacji wynoszącą 100?

Czy stosowano szacowanie modeli panelowych z efektami stałymi (FE), losowymi (RE) czy też dynamiczny estymator Arellano-Bonda dla danych panelowych? Dlaczego? Jak wpłynęłoby na wyniki zastosowanie obciążonego estymatora pooled w analizie danych panelowych?

Jak można indeksować zmienną YEAR po spółkach i czasie np. w modelu (13) na s. 155?

Jak można interpretować pomiar zmiennej opisującej, zdaniem Doktoranta, koszt pozostawienia gotówki na poziomie korporacji z perspektywy akcjonariusza ($T_{i,T}$ lub $Tax_{i,T}$ na s. 122 i w równaniu (8))? Dlaczego stosunek podatku od dochodu spółki do obciążenia dochodu do opodatkowania osób fizycznych podatkiem należnym można w Polsce uznać za wiarygodną miarę kosztu pozostawienia gotówki na poziomie korporacji z perspektywy akcjonariusza? Dlaczego?

W drugim etapie Doktorant zweryfikował znaczenie obecności znaczącego inwestora instytucjonalnego w strukturze własności dla relacji pomiędzy wartością elastyczności finansowej przedsiębiorstwa a decyzjami finansowymi podejmowanymi w spółkach, odrębnie w odniesieniu do: kształtowania struktury kapitału oraz strategii zarządzania środkami pieniężnymi.

W nawiązaniu do Tabeli 12 na s. 129 zawierającej statystyki opisowe zmiennych opisujących elastyczność finansową oraz strukturę własności, wątpliwości budzą ujemne wartości WC (udział kapitału obrotowego netto z wyłączeniem wartości środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w aktywach całkowitych) oraz Div (udział wypłaconej dywidendy z zyskach

finansowych z poprzedniego roku). Nasuwa się pytanie czy z analizy nie powinny zostać wyłączone przedsiębiorstwa ponoszące straty finansowe? Czy i jak wpłynęły one na ocenę wartości elastyczności finansowej? Jak to możliwe, że WC przyjmuje ujemne wartości? Czy to nie jest błąd w danych?

Ponieważ w równaniu (10) uwzględniono indeksację po czasie, nasuwa się pytanie czy zastosowany estymator panelowego modelu logitowego, tj. czy uwzględniono w logicie dane panelowe przy zastosowaniu nieobciążonego estymatora?

Wyniki przeprowadzonych w dysertacji badań okazały się niekonkluzywne w odniesieniu do rezerwy zasobów środków pieniężnych. „*Nie stwierdzono bowiem statystycznie istotnych zależności wskazujących na jakąkolwiek rolę znaczących inwestorów instytucjonalnych w moderowaniu wpływu wartości elastyczności na skłonność menedżerów do utrzymywania rezerwy zasobów środków pieniężnych.*” Stąd nasuwa się pytanie, dlaczego przy wyznaczaniu wartości elastyczności finansowej VOFF dokonano podziału próby na tercyle, a w przypadku binarnych zmiennych zależnych mierzących rezerwę pojemności zadłużeniowej i rezerwę zasobów środków pieniężnych dokonano podziału próby względem mediany? Czy, zdaniem Doktoranta, podział próby na potrzeby wyznaczenia zmiennej binarnej identyfikującej ponadprzeciętnie wyższą rezerwę zasobów środków pieniężnych na tercyle (zamiast względem mediany) mógłby przynieść wyniki umożliwiające weryfikację hipotez badawczych H2 i H2a?

„Potencjalne konflikty agencji, wynikające z zawieranych kontraktów w przedsiębiorstwie pomiędzy różnymi grupami interesów, są jednym z czynników wpływających na zapotrzebowanie spółki na elastyczność finansową oraz możliwość jej zapewnienia (Gryko, 2018). Doktorant podkreśla, że wspomniana rozbieżność interesów odnosi się zarówno do rynków, na których dominuje konflikt menedżerowie – akcjonariusze, jak również do rynków, na których podstawowy problem agencji odnosi się do relacji pomiędzy akcjonariuszem większościowym i akcjonariuszami mniejszościowymi.” Stąd moje pytanie dotyczy kwestii kształtowania elastyczności finansowej w świetle hipotezy tunelowania, w sytuacji zaciągania pożyczek przez spółkę (na wniosek akcjonariuszy większościowych, posiadających większościowe udziały (lub prawa do przepływów pieniężnych) w spółce-pożyczkodawcy) umożliwiających wypłatę odsetek niezależnie od sytuacji finansowej spółki i niezależnie od decyzji co do (braku) wypłaty dywidend. Czy spłata (wypłata) odsetek od pożyczek powinna być traktowana jako „ukryta dywidenda”? Jak można byłoby zmierzyć, zidentyfikować, kiedy zwiększenie zadłużenia wewnętrznego jest formą ograniczenia elastyczności finansowej a kiedy kanałem przyszłego transferu zysków?

(3) Ocena strony formalnej rozprawy doktorskiej

Doktorant nieprecyzyjnie (w opinii recenzenta) wskazał zastosowane metody badawcze. Wątpliwości rodzi to czy zastosowano estymatory właściwe dla analizy danych panelowych czy też obciążony estymator *pooled*, analizujący jednocześnie dane z różnych okresów w czasie. Wątpliwości nie rozwiewa opis równań estymowanych modeli ze względu na brak indeksacji zmiennej zależnej pomimo wskazania indeksacji po czasie przy zmiennych niezależnych (objaśniających) po prawej stronie równania modeli czy też indeksację zmiennej YEAR po *i* (spółkach) i *T* (czasie).

Na s. 128 w zdaniu „*W celu weryfikacji przyjętych hipotez H1 i H2 w badaniu wprowadzono zmienną binarną reprezentującą (...)*”, Doktorant używa określenia „*przyjętych*” w odniesieniu do hipotez poddanych weryfikacji. Powinno być „*sformułowanych*” lub „*postawionych na wstępie*” hipotez badawczych.

Doktorantka nieprecyzyjnie opisuje tabele ze statystykami opisowymi zmiennych odwołując się do nich w liczbie pojedynczej.

Choć w tekście rozprawy doktorskiej występują błędy w pisowni (brak polskich liter), błędy w nazwiskach (w tym w moim), błędy stylistyczne, braki liter lub została użyta niepoprawna forma gramatyczna, to nie obniżają one jej wartości merytorycznej, gdyż jest ich stosunkowo niewiele.

Pomimo powyższych uwag recenzowana rozprawa doktorska spełnia kryteria formalne oraz merytoryczne stawiane dysertacjom, dlatego ocena formalna w tym kryterium również jest pozytywna.

Konkluzja

Reasumując, przedstawiona do recenzji rozprawa doktorska stanowi oryginalne rozwiązanie aktualnego i ważnego problemu naukowego, świadczy o szerokiej wiedzy z finansów przedsiębiorstw i nadzoru korporacyjnego oraz o solidnym warsztacie badawczym i umiejętnościach kluczowych dla samodzielnego prowadzenia badań. Spełnia zatem 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 (Dz.U. 2003 nr 65 poz. 595) oraz Rozporządzeniu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 19 stycznia 2018 roku w sprawie szczegółowego trybu i warunków przeprowadzania czynności w przewodzie doktorskim, w postępowaniu habilitacyjnym oraz w postępowaniu o nadanie tytułu profesora (Dz. U. 2018 poz. 261) stawiane pracom doktorskim, tj. „*rozprawa doktorska stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego i prezentuje ogólną wiedzę teoretyczną Kandydata w dyscyplinie naukowej oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej*”. Zatem, wnioskuje do Rady Awansów Naukowych o dopuszczenie rozprawy doktorskiej do publicznej obrony.

Największą zaletą pracy doktorskiej jest dostarczenie dowodów empirycznych na potwierdzenie, że monitoring ze strony znaczącego inwestora instytucjonalnego zastępuje mechanizm nadzorczy związany z dyscyplinującą rolą długu. Wykazano, że w spółkach o wysokiej wartości elastyczności finansowej zależność pomiędzy obecnością znaczącego inwestora instytucjonalnego w strukturze własności a skłonnością menedżerów do utrzymywania rezerwy pojemności zadłużeniowej jest pozytywna. Występowanie w strukturze własności tzw. niezależnego inwestora instytucjonalnego posiadającego znaczące udziały wraz ze wzrostem wartości elastyczności finansowej spółki zwiększa skłonność zarządzających do utrzymania niewykorzystanej pojemności zadłużeniowej.

Mocną stroną recenzowanej dysertacji jest zaplanowanie i przeprowadzenie badania z dbałością o zapewnienie wiarygodności uzyskanych wyników, tj. ich odporności na zmianę sposobu wyznaczenia miernika elastyczności finansowej, zmianę okresu objętego badaniem oraz uwzględnienie w modelach dodatkowych zmiennych kontrolnych reprezentujących efekty decyzji menedżerów w zakresie poziomu zadłużenia i zasobów środków pieniężnych

podejmowanych w poprzednich okresach. Wskazane zalety sprawiają, że recenzowana rozprawa doktorska zasługuje na wyróżnienie i publikację. Dlatego też wnioskuje do Rady Awansów Naukowych o jej wyróżnienie.



Anna Białek-Jaworska