

Prof. dr hab. Dariusz Zarzecki
Uniwersytet Szczeciński
Wydział Ekonomii, Finansów i Zarządzania
Instytut Ekonomii i Finansów
Katedra Finansów i Bankowości

Szczecin, 3.01.2020

OCENA DOROBKU
dr Bogny Kaźmierskiej-Józwiak
na potrzeby postępowania habilitacyjnego

Wprowadzenie

Niniejsza recenzja została opracowana na podstawie pisma Dyrektora Instytutu Ekonomii i Finansów Wydziału Ekonomii, Finansów i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego dr. hab. Jacka Batóga, prof. US z dnia 24.10.2019 r. Postępowanie habilitacyjne dr Bogny Kaźmierskiej-Józwiak wszczęto w dziedzinie nauk ekonomicznych, w dyscyplinie finanse.

Zadaniem recenzenta jest:

- (1) ocena osiągnięcia naukowego oraz
- (2) ocena istotnej aktywności naukowej.

Zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 1 września 2011 r. w sprawie kryteriów oceny osiągnięć osoby ubiegającej się o nadanie stopnia doktora habilitowanego, kryteria oceny w zakresie osiągnięć naukowo-badawczych habilitanta obejmują:

- 1) autorstwo lub współautorstwo publikacji naukowych w czasopismach znajdujących się w bazie Journal Citation Reports (JCR) lub na liście European Reference Index for the Humanities (ERIH),
- 2) autorstwo lub współautorstwo monografii, publikacji naukowych w czasopismach międzynarodowych lub krajowych innych niż znajdujące się w bazach lub na liście, o których mowa w punkcie powyżej;



- 3) sumaryczny impact factor publikacji naukowych według listy Journal Citation Reports (JCR), zgodnie z rokiem opublikowania;
- 4) liczbę cytowań publikacji według bazy Web of Science (WoS);
- 5) indeks Hirscha opublikowanych publikacji według bazy Web of Science (WoS);
- 6) kierowanie międzynarodowymi lub krajowymi projektami badawczymi lub udział w takich projektach;
- 7) międzynarodowe lub krajowe nagrody za działalność odpowiednio naukową albo artystyczną;
- 8) wygłoszenie referatów na międzynarodowych lub krajowych konferencjach tematycznych.

Informacje dotyczące przebiegu kariery Kandydatki

Dr Bogna Kaźmierska-Jóźwiak ukończyła studia magisterskie w 1996 roku na kierunku finanse i bankowość (specjalność: finanse) na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego. Praca magisterska pt. „Polityka pieniężna jako instrument interwencjonizmu państwowego w gospodarce rynkowej została napisana pod kierunkiem naukowym dr. hab. Mirosława Wypycha, prof. UŁ. Jest również magistrem matematyki po ukończeniu w 1994 roku studiów na kierunku matematyka (specjalność: zastosowania matematyki) na Wydziale Matematyki-Fizyki-Chemii Uniwersytetu Łódzkiego.

Kandydatka jest doktorem nauk ekonomicznych w zakresie nauk o zarządzaniu. Stopień uzyskała na Uniwersytecie Łódzkim (Wydział Zarządzania) w czerwcu 2005 broniąc rozprawę pt. „Ocena efektywności fuzji i przejęć przedsiębiorstw“ napisaną pod kierunkiem prof. zw. dr hab. Jerzego Różańskiego.

Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu w jednostkach naukowych

W listopadzie 1996 r. rozpoczęła pracę jako asystent w Zakładzie Ekonomiki Przedsiębiorstwa, Katedrze Rachunkowości Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego. Od 1.10.2016 do chwili obecnej jest adiunktem w Katedrze Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa (od 1 kwietnia 2014 zmiana nazwy, wcześniej Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem), w Zakładzie Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa. W okresie 01.10.2005-30.09.2013 pracowała w Katedrze Zarządzania Społecznej Akademii Nauk w Łodzi na stanowisku adiunkta.



Podstawowe statystyki i ocena dorobku

Najważniejsze statystyki dotyczące osiągnięć naukowych Kandydatki na podstawie danych z **Google Scholar** wg stanu na 3 stycznia 2020 r.

Query	Papers	Citations	Years	Cites per year	Cites per paper	Authors per paper	h_index	g_index
Każmierska-Józwiak Bogna	33	106	18	5,89	3,21	1,64	4	9

Najważniejsze statystyki dotyczące osiągnięć naukowych Kandydatki na podstawie danych z **Crossref** wg stanu na 3 stycznia 2020 r.

Query	Papers	Citations	Years	Cites per year	Cites per paper	Authors per paper	h_index	g_index
Każmierska-Józwiak Bogna	16	7	18	0,39	0,44	1,50	1	2

Zestawienia wygenerowane w programie Harzing Publish or Perish 7 i obejmują lata 2002-2019.

Najważniejsze statystyki dotyczące osiągnięć naukowych Kandydatki na podstawie danych z **Web of Science** wg stanu na 3 stycznia 2020 r.:

- a. Liczba publikacji: 8 z lat 2009-2018, w tym:
 - i. 2 artykuły w czasopiśmie
 - ii. 6 rozdziałów w publikacjach pokonferencyjnych
- b. Łączna liczba cytowań: 8, z czego 7 dotyczy publikacji „Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies” (Average cites per year 1,60)
- c. h_index: 1

Jako osiągnięcie naukowe, o którym mowa w art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki, Kandydatka przedłożyła monografię pt. *Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy. Determinanty - reakcja rynku - ocena*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego. Łódź 2019, ISBN: 978-83-8142-541-4.

Uzasadniając podjęcie badań na temat polityki wypłat polskich niefinansowych spółek giełdowych Autorka wskazała, że zarówno na gruncie krajowym, europejskim, jak i światowym jest stosunkowo niewiele opracowań kompleksowo podejmujących tematykę wypłat spółek na rzecz akcjonariuszy, to znaczy analizujących zarówno problematykę dywidend, jak i zagadnienia związane z nabywaniem akcji własnych. Trafnie zdiagnozowała przyczyny tego stanu, podkreślając, że nabywanie akcji własnych jest wciąż stosunkowo nowym rozwiązaniem prawnym, a przyczyny niedostatecznego



eksplorowania tego zagadnienia mogą wynikać z trudnego dostępu do danych na temat programów nabywania akcji własnych przez spółki. Poważną barierą badawczą jest również dostępność danych, nie ma bowiem bazy, która zawierałaby pełne informacje na ten temat.

Ważnym zagadnieniem badawczym podejmowanym w monografii jest reakcja rynku na podejmowanie polityki wypłat przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie. Zgodnie z teorią sygnalizacji dywidendy zmniejszają asymetrię informacyjną, stanowiąc sygnał przekazywany przez zarząd spółki i akcjonariuszy większościowych akcjonariuszom mniejszościowym i potencjalnym inwestorom. Wskutek wzrostu znaczenia nabywania akcji własnych rozważania poświęcone teorii sygnalizacji rozszerzono na nabywanie akcji własnych, rozwijając tym samym teorię dotyczącą zawartości informacyjnej nabywania akcji własnych.

Zdaniem Autorki, analiza zjawiska polityki wypłat na rzecz właścicieli, realizowanych przez krajowe niefinansowe spółki notowane na GPW w Warszawie, identyfikacja determinant skłonności spółek do wypłaty dywidendy i/lub nabywania akcji własnych, czy wreszcie weryfikacja zawartości informacyjnej obu analizowanych form wypłat na rzecz właścicieli, poszerzy aktualny stan wiedzy i przyniesie szereg korzyści, nie tylko o znaczeniu naukowym, ale również aplikacyjnym. Wnioski z przeprowadzonych badań mogą być źródłem informacji zarówno dla obecnych akcjonariuszy, zarządów spółek podejmujących decyzje w zakresie wypłaty dywidendy lub nabywania akcji własnych, jak i dla potencjalnych akcjonariuszy podejmujących decyzje inwestycyjne na rynku kapitałowym. Mogą one stanowić punkt wyjścia do dalszych analiz, badań czy dyskusji, nie tylko akademickich.

Cele monografii mają charakter zarówno teoriopoznawczy, jak i empiryczny. Cele teoriopoznawcze to:

- analiza i synteza światowego i polskiego dorobku naukowego dotyczącego problematyki polityki dywidend oraz nabywania akcji własnych,
- przedstawienie najważniejszych teorii opisujących politykę dywidend, politykę w obszarze nabywania akcji własnych, czy szerzej politykę wypłat na rzecz akcjonariuszy,
- przedstawienie głównych nurtów badawczych podejmowanych w ramach problematyki polityki wypłat oraz głównych wyników prowadzonych badań.

Natomiast cele empiryczne obejmują:

- analizę znaczenia, tendencji i zmian w obszarze polityki wypłat krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie,
- identyfikację i porównanie determinant skłonności do wypłaty dywidendy lub nabywania akcji własnych w krajowych, niefinansowych spółkach notowanych na GPW w Warszawie,
- analizę reakcji rynku na upublicznienie informacji o zainicjowaniu przez spółki wypłacania



dywidendy (lub wznowienia jej wypłacania po co najmniej trzech latach) oraz ujawnienie informacji o planach nabywania akcji własnych.

Autorka sformułowała hipotezę główną (HG1), weryfikowaną przez hipotezy cząstkowe. Hipoteza HG1 głosi, że istnieje zróżnicowanie czynników determinujących skłonność niefinansowych krajowych spółek notowanych na GPW w Warszawie do wypłacania dywidendy oraz nabywania akcji własnych.

Hipotezie głównej zostały podporządkowane hipotezy cząstkowe, bazujące na teorii oraz dotychczasowych badaniach w zakresie czynników determinujących skłonność spółek do podejmowania decyzji o wypłacie dywidendy pieniężnej lub nabywaniu akcji własnych. Hipotezy cząstkowe mają następującą postać:

- wielkość przedsiębiorstwa ma istotny wpływ na decyzje dotyczące polityki wypłat na rzecz właścicieli (H1a w odniesieniu do dywidend, H1b - w odniesieniu do nabywania akcji własnych);
- im mniejsza rentowność, tym mniejsze prawdopodobieństwo wypłat dla akcjonariuszy (H2a - poprzez dywidendy pieniężne; H2b - przez nabywanie akcji własnych);
- istnienie nadwyżki finansowej sprzyja skłonności spółki do podejmowania decyzji w zakresie polityki wypłat (H3a poprzez wypłaty dywidendy; H3b - przez realizację programów nabywania akcji własnych);
- poziom zadłużenia przedsiębiorstwa ma istotny wpływ na prawdopodobieństwo wypłaty gotówki przez spółkę (H4a - przez płatności dywidendowe; H4b przez nabywanie akcji własnych);
- im większe ryzyko charakteryzujące spółkę, tym mniejsze prawdopodobieństwo realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy (H5a - przez dywidendy pieniężne; H5b - przez programy skupu akcji własnych);
- rodzaj (specyfika) przychodów wypracowanych przez firmę ma wpływ na wybór formy wypłat dla akcjonariuszy - wyższy poziom przychodów operacyjnych zwiększy skłonność do wypłaty dywidendy (zmniejszy skłonność do nabywania akcji własnych) (hipoteza H6a), wyższy poziom przychodów z działalności pozaoperacyjnej zmniejszy skłonność do wypłat dywidend (przeciwnie jeżeli chodzi o nabywanie akcji własnych) (hipoteza H6b);
- skłonność spółki do wypłacania dywidend (hipoteza H7a) i/lub nabywania akcji własnych (hipoteza H7b) w istotny sposób zależy od możliwości wzrostu przedsiębiorstwa (możliwości inwestycyjnych);
- im starsza firma, tym większe prawdopodobieństwo wypłat dla akcjonariuszy (przez dywidendy - hipoteza H8a; przez programy nabywania akcji własnych - hipoteza H8b);
- spadek wartości (wzrost) środków wypłaconych na dywidendy pozytywnie (negatywnie) wpłynie na skłonność spółki do nabywania akcji własnych (efekt zastępowania dywidend



programami nabywania akcji własnych (hipoteza H9a). Z kolei wzrost wartości środków wydanych przez spółki na programy nabywania akcji własnych, negatywnie wpłynie na ich skłonność do wypłaty dywidendy (hipoteza H9b);

- niedowartościowanie ma istotny pozytywny wpływ na decyzje dotyczące nabywania akcji własnych (H10a), z kolei negatywny na decyzje dywidendowe (H10b).

Druga główna hipoteza badawcza (HG2) zakłada, iż obie formy wypłat na rzecz akcjonariuszy, zgodnie z teorią sygnalizacji, spotykają się z pozytywną reakcją rynku, jednak w przypadku nabywania akcji własnych jest ona silniejsza. Celem badania jest analiza reakcji inwestorów na ogłoszenie decyzji dotyczących polityki dywidend oraz nabywania akcji własnych oraz weryfikacja aspektu sygnalizacyjnego dywidend i nabywania akcji własnych. W konsekwencji Habilitantka sformułowała kolejne cząstkowe hipotezy badawcze:

- ogłoszenie informacji o rozpoczęciu płacenia dywidendy H11a (nabywania akcji własnych H11b) przez spółkę jest powiązane z pozytywną reakcją rynku;
- rynek silniej reaguje na informację o realizacji programu nabycia akcji własnych niż na ogłoszenie o wypłacie dywidendy (H12);
- rynek silniej reaguje na ogłoszenie informacji o inicjowaniu wypłacania dywidendy H13a (nabywaniu akcji własnych - H13b) przez spółki małe w stosunku do dużych.

Zastosowane przez Habilitantkę metody i procedury badawcze nie budzą zastrzeżeń. Autorka wzorowała się na licznych wcześniejszych badaniach w tym obszarze. Populację generalną w przeprowadzonym w monografii badaniu empirycznym stanowiły wszystkie krajowe niefinansowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Okres badawczy obejmuje okres 2004-2016. Dane pozyskiwano z bazy Thomson Reuters oraz Eikon Thomson Reuters. Dodatkowo analizowano raporty bieżące spółek za lata 2004-2016, wykorzystując bazę Emis oraz serwis ekonomiczny Polskiej Agencji Prasowej. Dla spółek, które realizowały programy nabywania akcji własnych, pozyskano dane dotyczące kwot wypłaconych akcjonariuszom przez programy typu *share repurchase*. W tym celu badaniu poddano sprawozdania finansowe poszczególnych spółek.

Podstawowe kryteria doboru spółek do próby dotyczyły następujących założeń:

- 1) spółka była notowana na GPW w Warszawie w roku 2018, wobec czego dane finansowe dla spółki były dostępne w bazie Thomson Reuters;
- 2) spółka była notowana na giełdzie przez co najmniej 2 pełne lata;
- 3) ze zbioru usunięto spółki o ujemnych wartościach kapitałów własnych oraz spółki o zerowych przychodach netto ze sprzedaży produktów, towarów, usług i materiałów (nieprowadzące w danym roku działalności operacyjnej);
- 4) wyeliminowano także spółki, które przeprowadziły scalenie akcji oraz spółki w trakcie



restrukturyzacji.

Biorąc pod uwagę założenia, uzyskano zbiory danych przekrojowych dla 13 lat. Zbiory dla kolejnych lat składają się z różnej liczby obserwacji. Po połączeniu danych ze wszystkich analizowanych lat otrzymano zbiór, na który składają się 2433 obserwacje. Wszystkie dane finansowe wykorzystane w badaniu wyrażono w cenach bieżących.

W pierwszej części pracy przedstawiono wyniki analiz dotyczących skali zjawiska wypłat realizowanych przez krajowe niefinansowe spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004-2016 na rzecz właścicieli (w formie dywidend i programów nabywania akcji własnych). Ponadto, badaniu i porównaniu poddano wartości wybranych miar finansowych według typu spółek stosujących określoną politykę wypłat (spółki niedokonujące żadnych wypłat, spółki wypłacające tylko dywidendy, spółki tylko nabywające akcje własne, spółki płacące dywidendy i nabywające akcje własne). Celem tej części badania jest weryfikacja hipotezy o jednakowym rozkładzie wartości mierników finansowych opisujących poszczególne typy spółek. W badaniu zastosowano test Kruskala-Wallisa. Kolejnym krokiem analizy było przeprowadzenie porównań wielokrotnych, tak zwanych testów *post-hoc*.

Wybór narzędzia badawczego zastosowanego do analizy skłonności niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie do wypłacania dywidendy i nabywania akcji własnych determinowany był z jednej strony celem badania, z drugiej zaś specyfiką zmiennej objaśnianej, ponadto wynikał z charakteru badań dotychczas prowadzonych w tym obszarze. W badaniu zastosowano model logitowy, w którym zastosowano 25 zmiennych objaśniających, wykorzystywanych we wcześniejszych badaniach. W pierwszym etapie analizy zastosowano wszystkie zmienne opisujące, uzyskując model określony jako model wyjściowy. Następnie przeprowadzono weryfikację istotności zmiennych objaśniających, stosując procedurę eliminacji *a posteriori* dla poziomu istotności 0,05. Drogą kolejnych estymacji uzyskano model, w którym oszacowane parametry dla wszystkich zmiennych są istotne na poziomie 0,05. W kolejnym etapie badania przeprowadzono analizę regresji logistycznej dla podokresów, aby sprawdzić, czy wpływ poszczególnych zmiennych na prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy (nabycia akcji własnych) zmienia się w czasie. Wnioskowanie o sile i kierunku wpływu zmiennych modelu oparto na efektach krańcowych. Trafność prognozowania na podstawie modelu oparto na wynikach wygenerowanej tablicy trafności, zestawiającej prognozy modelu z faktycznymi obserwacjami.

Wybór narzędzia badawczego zastosowanego do analizy reakcji rynku na ujawnienie informacji o zainicjowaniu przez spółkę wypłacania dywidendy lub informacji o planowanym programie nabycia akcji własnych podyktowany był celem i specyfiką analizy. W badaniu zastosowano metodykę analizy zdarzeń. Na potrzeby analizy zdarzenie zdefiniowano jako „ogłoszenie do



publicznej wiadomości informacji o wypłacie dywidendy lub nabyciu akcji własnych”. Autorka przyjęła, iż jest to dzień, w którym odbyło się walne zgromadzenie akcjonariuszy, na którym podjęto uchwałę upoważniającą zarząd do wypłaty dywidendy (nabywania akcji własnych), ogłoszoną w ramach systemu ESPI/EBI (Serwis Ekonomiczny PAP). Okres zdarzenia ustalono na 121 sesji giełdowych i przyjęto symetryczne okno zdarzenia. Identyfikacja zdarzenia polegała na poszukiwaniu pierwszej informacji o:

- 1) uchwale walnego zgromadzenia akcjonariuszy w przedmiocie wypłaty dywidendy po raz pierwszy w historii lub w przypadku wznowienia wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach przerwy,
- 2) upoważnieniu zarządu do podejmowania czynności w zakresie nabywania akcji własnych spółki. Ze zbioru, który uzyskano dla spółek będących podmiotem badania, usunięto dane na temat daty powzięcia uchwały zmieniającej brzmienie wcześniejszej uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Finalnie uzyskano dane na temat 141 zdarzeń polegających na ogłoszeniu informacji o zainicjowaniu wypłaty dywidendy oraz 105 zdarzeń polegających na ogłoszeniu informacji o upoważnieniu zarządu do podjęcia działań, mających na celu nabycie akcji własnych spółki. Każdej spółce (obserwacji) w danym portfelu przypisano równą wagę. Z próby usunięto osiem obserwacji dotyczących spółek, które w tym samym czasie ogłosiły zarówno informacje o wypłacie dywidendy, jak i nabywaniu akcji własnych. Ostatecznie uzyskano dwie próby:

- 1) 133 obserwacje odnoszące się do ogłoszenia informacji o zainicjowaniu lub wznowieniu wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach przerwy,
- 2) 96 obserwacji dotyczących ogłoszenia zamiaru nabycia akcji własnych.

Przyjęta w badaniu metodyka obliczania nadwyżkowych stóp zwrotu (*abnormal returns*) opiera się na pracy Stephena J. Browna i Jerolda B. Warnera opublikowanej w 1985, w której analizowana stopa zwrotu stanowi różnicę między stopą zwrotu z akcji pojedynczej spółki a stopą możliwą do osiągnięcia w tym samym czasie z indeksu giełdowego. Kolejno wyliczono średnią nadwyżkową stopę zwrotu, skumulowaną nadwyżkową stopę zwrotu oraz średnią skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu (ACAR). Statystyczną istotność sprawdzono za pomocą klasycznego testu opartego na statystyce t-Studenta.

Wyniki badania pozwoliły Autorce stwierdzić, że - po pierwsze - wzrasta aktywność spółek w obszarze realizacji wypłat na rzecz akcjonariuszy (w roku 2015 po raz pierwszy liczba spółek płacących dywidendę przewyższyła liczbę spółek nierealizujących wypłat na rzecz akcjonariuszy). Taki trend jest zgodny ze spostrzeżeniami Floyda, Li i Skinnera (2015) dla rynku amerykańskiego. Po drugie, wypłaty dywidend są dominującym elementem analizowanej polityki wypłat. Po trzecie, w analizowanym okresie odnotowano wzrost wartości wskaźników wypłat badanych spółek, zarówno w odniesieniu do dywidend, jak i nabywania akcji własnych, co jest spójne z tendencjami



obserwowanymi dla spółek europejskich (Kowerski, 2017). Ponadto rezultaty przeprowadzonych analiz wskazują, że spółki niedokonujące wypłat na rzecz akcjonariuszy w stosunku do spółek realizujących jakikolwiek typ wypłat (czy to przez dywidendy, czy nabywanie akcji własnych, czy też przez obie formy wypłat) są młodsze, charakteryzują się niższymi przychodami ze sprzedaży, niższym poziomem zysku netto oraz niższym poziomem środków pieniężnych. Analizowane spółki cechuje także niższa wartość aktywów netto oraz kapitalizacja.

Drugi cel empiryczny - identyfikacja i porównanie determinant skłonności do wypłaty dywidendy lub nabywania akcji własnych w krajowych niefinansowych spółkach notowanych na GPW w Warszawie, został zrealizowany w rozdziale czwartym monografii. Analizując wyniki estymacji modeli logitowych, opisujących skłonność spółek do wypłaty dywidendy i nabywania akcji własnych, Autorka skonkludowała, iż wielkość jest istotną determinantą polityki wypłat badanych firm. W rozdziale piątym przedstawiono wyniki badań nad reakcją rynku na dwa zdarzenia odnoszące się do rozważanej w monografii polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy, tj. ogłoszenia inicjowania wypłacania dywidendy oraz upublicznienia planów nabywania akcji własnych. Autorka wykazała, że reakcja rynku na ogłoszenie informacji o nabywaniu akcji własnych cechuje się wyższymi nadwyżkowymi (abnormal) stopami zwrotu niż analogiczna reakcja w odniesieniu do zapowiedzi inicjowania wypłaty dywidendy. Wyniki badań wskazują, że inwestorzy są wrażliwi na informacje płynące ze spółek odnośnie podejmowania działań w zakresie polityki wypłat, w tym szczególnie na plany dotyczące nabywania akcji własnych. Ogłoszenie zamiaru nabycia akcji własnych przez spółkę może skutkować znaczącą reakcją rynku, niezależnie od tego, czy spółka przeprowadzi w przyszłości nabycie czy nie.

W recenzowanej monografii Autorka kompleksowo przedstawiła problematykę wypłat na rzecz akcjonariuszy krajowych niefinansowych spółek notowanych na GPW, wypełniając w tym zakresie występującą lukę badawczą. Dzięki zbadaniu wszystkich poza podmiotami sektora finansowego spółek notowanych na GPW praca istotnie poszerzyła wiedzę, stanowiąc również inspirację do kolejnych badań.

Niezależnie od pozytywnej oceny dzieła, poniżej wskazuję na pewne kwestie dyskusyjne. Uważam, że pierwsza hipoteza główna mówiąca, iż „istnieje zróżnicowanie czynników determinujących skłonność niefinansowych krajowych spółek notowanych na GPW w Warszawie do wypłacania dywidendy oraz nabywania akcji własnych” jest zbyt ogólna. Bardziej konkretne i weryfikowalne są hipotezy cząstkowe. Sposób ich sformułowania jest zaczerpnięty z wcześniejszych badań w tym zakresie przeprowadzonych przez różnych autorów. W tym sensie sam zamysł badawczy, metoda i zakres badania są zasadniczo odtwórcze – tyle, że dotyczą polskiego rynku kapitałowego.



W pracy Autorka używa terminu „zwykliwe stopy zwrotu“, który nie jest, moim zdaniem, fortunny. Lepszym określeniem dla angielskiego terminu „abnormal returns“ wydaje się być zastosowanie określenia „nadzwyczajne stopy zwrotu“.

Komentując wykres 8 Autorka stwierdza, że „o ile średnia relacja kwot wydanych na nabycia akcji własnych do wypłat ogółem (około 6,8%) czy do dywidend (7,3%) plasowała się na tle europejskim dość nisko, o tyle średnie wskaźniki wypłat, w szczególności dywidend, kształtowały się na poziomie średniej europejskiej“ (s. 114-115). Tymczasem wykres ilustruje średnie wskaźniki wypłat: dywidend, wykupu akcji własnych i ogółem (czyli w relacji do zysku netto, a nie do wypłat ogółem). Przytoczone wyżej wskaźniki nie pojawiają się na przywołanym wykresie, co wprowadza niepotrzebne zamieszanie i utrudnia odbiór tekstu. Niepoprawne jest również brzmienie tytułu wykresu. Poza tym średnie dotyczące Polski są wyznaczone za inny okres niż średnie dla ujętych w zestawieniu wybranych krajów Europy.

Wymieniając zmienne charakteryzujące spółki według podejścia do polityki wypłat na rzecz akcjonariuszy (s. 119) Autorka używa nieprawidłowych określeń: „wartość przychodów spółki na koniec roku t” oraz „wynik finansowy na koniec roku t”. Poprawne brzmienie opisu przy tych dwóch zmiennych powinno odwoływać się do okresu: „wartość przychodów spółki w roku t” oraz „wynik finansowy w roku t”. Habilitantka stwierdza, że jednowymiarowe statystyki przedstawiono w tabeli 8, tymczasem w rzeczywistości zamieszczono je w tabeli 9 (s. 120). Tabela 8 znajduje się na s. 116 i zawiera informacje o wartości środków wypłaconych przez niefinansowe krajowe spółki notowane na GPW w Warszawie w latach 2004-2016 na wypłaty dywidendy i nabycie akcji własnych w ujęciu sektorowym. Nastąpiła więc pomyłka w opisie na s. 119. W tabeli 9 zabrakło współczynnika zmienności, który umożliwiałby porównywanie skali zróżnicowania różnych zmiennych. Na s. 119 Autorka odwołuje się do współczynnika zmienności obliczonego dla aktywów, ale stosownych wyliczeń dla wszystkich zmiennych nie przeprowadzono. Z tabeli nie można więc wprost odczytać jakie zmienne są najbardziej zróżnicowane, a jakie najmniej.

Wnioski wynikające z przeprowadzonego testu Kruskala-Wallisa (s. 120-122) wydają się być oczywiste. Im dojrzsze spółki, tym większa skłonność do wypłacania środków akcjonariuszom. Większa w odniesieniu do spółek o dłuższym stażu jest również presja na wypłaty ze strony akcjonariuszy. Warto też zauważyć, że zmienne poddane testowi są z pewnością silnie ze sobą skorelowane, bowiem większe aktywa znajdują zwykle swoje odzwierciedlenie w odpowiednio większej sprzedaży, kapitalizacji i wyniku finansowym. Wniosek Autorki, że do grupy spółek nierealizujących wypłat na rzecz właścicieli należą spółki mniejsze (w sensie aktywów, kapitalizacji i przychodów), młodsze i osiągające niższy wynik finansowy (s. 125) trudno więc uznać za odkrywczy. Jest on potwierdzony w wielu wcześniejszych badaniach.



Do weryfikacji hipotez H5a i H5b Autorka zastosowała dwie zmienne opisujące ryzyko: odchylenie standardowe wskaźnika przychodów operacyjnych w relacji do kapitałów własnych oraz wskaźnik rocznej zmienności cen akcji. Druga zmienna nie budzi większych zastrzeżeń, choć oczywiście jej użyteczność jest funkcją dojrzałości czy też mówiąc bardziej precyzyjnie efektywności rynku. Na zmienność cen akcji ma wpływ m.in. free float, ale są to problemy ogólnie znane. Mam natomiast zasadniczą wątpliwość jeśli chodzi o pierwszą zmienną. Autorka nie uzasadnia jej wyboru. Tymczasem relacja przychodów operacyjnych do kapitałów własnych jest funkcją m.in. poziomu dźwigni finansowej. Przychody operacyjne są generowane za pomocą będących w dyspozycji spółki aktywów, a te są finansowane zarówno kapitałem własnym jak i obcym. Zmienność poziomu dźwigni finansowej odzwierciedla co prawda tzw. ryzyko finansowe, które wspólnie z ryzykiem operacyjnym składa się na ryzyko całkowite (łączne), jednak szczególna konstrukcja omawianego wskaźnika powoduje, że w określonych przypadkach ryzyko finansowe będzie mocno przewartościowane. Lepszą miarą ryzyka wydają się być współczynniki zmienności przychodów czy też wyniku finansowego netto.

Przedstawione uwagi nie podważają jednoznacznie pozytywnej oceny recenzowanej monografii, będącej oryginalnym i wnoszącym istotny wkład do nauki dziełem. **Uwzględniając wszystkie elementy ewaluacji, ocena przedłożonej przez Kandydatkę monografii jest pozytywna.**

Ocena innych osiągnięć naukowo-badawczych Habilitantki

Dorobek naukowy Kandydatki poza omówioną wcześniej monografią można określić jako satysfakcjonujący. W pozostałym dorobku naukowym można wyodrębnić następujące nurty zainteresowań:

- Problematyka nabywania akcji własnych;
- Problematyka polityki dywidend;
- Uwarunkowania i determinanty struktury kapitału przedsiębiorstwa;
- Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw;
- Bezpośrednie inwestycje zagraniczne;
- Uwarunkowania strategii finansowania przedsiębiorstw.

Prace naukowe Kandydatki były publikowane między innymi w następujących czasopismach zagranicznych:

- E+M Ekonomie a Management/ E&M Economics and Management (20 pkt, część A wykazu czasopism MNiSW),
- EMAJ: Emerging Markets Journal,
- Social Sciences/ Socialiniai mokslai (10 pkt, część B wykazu czasopism MNiSW) oraz

czasopismach krajowych:



- Acta Universitatis Lodziensis Folia Oeconomica,
- Acta Universitatis Nicolai Copernici, Oeconomia,
- Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia,
- Ekonometria,
- Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa,
- Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy,
- Organizacja i Kierowanie,
- Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu,
- Przegląd Organizacji,
- Zarządzanie i Finanse (Uniwersytet Gdański),
- Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia.

Spośród przedłożonych do oceny wybranych publikacji obejmujących jedenaście pozycji (poza omówioną wcześniej monografią), sześć opracowań zostało napisanych samodzielnie, a pięć we współautorstwie. Siedem artykułów wydano w języku angielskim. Po zapoznaniu się z tymi publikacjami stwierdzam, że zawierają one wartościowe, interesujące poznawczo oraz użyteczne praktycznie i inspirujące treści. Pewnym mankamentem niektórych z tych opracowań jest nazbyt syntetyczny zakres oraz ich odtwórczy względem wcześniejszych prac charakter. Niemniej potwierdzają one bardzo dobrą znajomość podejmowanej problematyki, rzetelność warsztatową i metodyczną, kompetencje analityczne oraz umiejętność formułowania wniosków i stawiania kolejnych pytań badawczych. Z jedenastu artykułów najbardziej docenionym przez środowisko akademickie okazał się tekst pt. „Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies” opublikowany w 2015 roku w “Procedia Economics and Finance”. Artykuł ten był cytowany 7 razy (przy łącznej liczbie wszystkich cytowań Kandydatki wynoszącej 8). Celem artykułu było zbadanie dywidendowych płatności gotówkowych w polskich spółkach publicznych. Artykuł jest bardzo syntetyczny (liczy zaledwie 5 stron), niemniej samo badanie i uzyskane wyniki są wartościowe i ciekawe. Opracowanie wnosi wkład do nauki

Wartościowe są również pozostałe opracowania, np. rozdział pt. *Determinants of Long-Term Debt and Short-Term Debt Financing: Evidence from Poland*, napisany przez Habilitantkę wspólnie J. Marszałkiem i P. Sekułą i zamieszczony w wydanej w 2017 roku przez Springer International Publishing książce pt. *New Trends in Finance and Accounting* czy też wydany w 2016 roku artykuł pt. *Struktura własności a skłonność do wypłaty dywidendy*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr. 4 (82).

Podsumowując, przedłożone do oceny wybrane publikacje poza omówioną wcześniej monografią oceniam pozytywnie.



Oceniając aktywność i osiągnięcia w zakresie grantów badawczych należy odnotować, że Kandydatka uczestniczyła w dwóch projektach badawczych finansowanych przez KBN jako wykonawca, w jednym projekcie finansowanym przez EFS jako wykonawca, w jednym projekcie finansowanym przez Erasmus+ jako kierownik zespołu po stronie UŁ oraz w jednym projekcie wspieranym przez Urzędy Marszałkowskie jako wykonawca.

Zgromadzony przez Habilitantkę po uzyskaniu stopnia doktora dorobek naukowo-badawczy, w ujęciu syntetycznym, obejmuje m.in. następujące osiągnięcia naukowe:

1. Kierowanie lub udział w międzynarodowych i krajowych projektach badawczych:
 - 1.1. Rola rad nadzorczych w procesach formułowania i realizowania strategii spółek, projekt realizowany w latach 2011-2013 (Nr projektu NN 115401340), wykonawca.
 - 1.2. Struktura finansowania a rozwój przedsiębiorstw rodzinnych regionu łódzkiego (2010-2012) (Nr projektu NN 115 302038), wykonawca.
 - 1.3. Systemowe wsparcie procesów zarządzania JST (EFS, PO Kapitał Ludzki, Priorytet V, Działanie 5.2, Poddziałanie 5.2.2.), wykonawca.
 - 1.4. *EU-CAB Comparative analyses of European identities in business and every-day behaviour*. Projekt realizowany jest w ramach programu Erasmus+ Partnerstwo strategiczne w sektorze szkolnictwa wyższego. Okres realizacji 2018-2021. Projekt realizuje konsorcjum 8 uczelni z sześciu krajów (DHBW Karlsruhe, Niemcy, South-Eastern Finland University, Finlandia, Ecole de Management Strasbourg, Francja, Universite de Cergy-Pontoise, Francja, University of Lodz, Polska, University of Technology Lodz, Polska, ISMAI Porto, Portugalia, ISCAP Porto, Portugalia, Budapest Business School, Węgry. Kierownik projektu po stronie UŁ.
 - 1.5. Projekt „Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w wybranych województwach Polski - analiza porównawcza" realizowany przez Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu (koordynator projektu), Uniwersytet Łódzki, Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie, Uniwersytet Przyrodniczy w Poznaniu przy wsparciu Urzędów Marszałkowskich województw: kujawsko-pomorskiego, łódzkiego i warmińsko-mazurskiego), wykonawca.
2. Udział w 28 konferencjach naukowych o zasięgu międzynarodowym i ogólnopolskim.
3. Opublikowanie 1 współautorskiego artykułu na liście A, sumaryczny IF 1,311 (publikacja z roku 2018).
4. Nagrody i wyróżnienia za działalność naukowo-badawczą, w tym:
 - 2017 Nagroda Indywidualna Rektora Uniwersytetu Łódzkiego za cykl publikacji „Polityka dywidend niefinansowych spółek notowanych na GPW w Warszawie”;



- 2015 Brązowy Medal za Długoletnią Służbę, przyznany postanowieniem Prezydenta Rzeczypospolitej;
 - 2012 Nagroda Dziekana Wydziału Zarządzania za wkład w rozwój wydziału;
 - 2005 Nagroda Dziekana Wydziału Zarządzania za osiągnięcia naukowo-badawcze.
5. Członkostwo w Radzie Naukowej Instytutu Technologii Materiałów Elektronicznych (ITME) w Warszawie (od 2018 roku).
 6. Członkostwo w Radzie Ekspertów w PHIN Consulting Sp. z o.o. z siedzibą w Łodzi (2016-2017).
 7. Członkostwo w organizacjach naukowych:
 - TNOiK (Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa).
 - PTE (Polskie Towarzystwo Ekonomiczne) - w trakcie procesu aplikacyjnego.
 8. Zrecenzowanie grantu badawczego - Narodowe Centrum Nauki (2014).
 9. Zrecenzowanie 2 artykułów dla czasopisma „International Journal of Finance and Economics”.
 10. Zrecenzowanie 2 monografii naukowych opublikowanych w języku polskim (Wydawnictwo UMCS Lublin oraz Difin).
 11. Uczestnictwo w radach redakcyjnych czasopism:
 - Editorial Board “EMAJ: Emerging Markets Journal”, University Library System, University of Pittsburgh (od 2016);
 - Review Board, “International Journal of Experimental Learning & Case Studies”, Institute of Business Management, Karachi (od 2018).

Reasumując, aktywność i osiągnięcia w zakresie publikacyjnym (poza ocenioną wcześniej monografią) i badawczym (granty) są satysfakcjonujące.

Ocena w zakresie dorobku dydaktycznego i popularyzatorskiego, działalności organizacyjnej oraz współpracy z zagranicą

Aktywność i osiągnięcia Habilitantki w zakresie dydaktyki są odpowiednie do wymagań stawianych pracownikom naukowo-dydaktycznym i w pełni satysfakcjonujące. Natomiast do najważniejszych osiągnięć w obszarze aktywności międzynarodowej należy zaliczyć:

- opublikowanie 1 współautorskiego artykułu w czasopiśmie „E&M Economics and Management" (lista A, sumaryczny impact factor: 1,311),
- opublikowanie 11 artykułów w języku angielskim, w tym 9 za granicą,
- uczestnictwo w 7 międzynarodowych konferencjach naukowych i prezentacja tez autorskich



artykułów,

- odbycie stażu naukowego w zagranicznym ośrodku naukowym,
- kierowanie 1 międzynarodowym projektem badawczym oraz udział w konsorcjum 6 zagranicznych uczelni,
- zrecenzowanie 2 artykułów naukowych w czasopiśmie „International Journal of Finance and Economics”,
- członkostwo w Editorial Board czasopisma z indeksacją międzynarodową "Emerging Markets Journal", którego wydawcą jest University Library System, University of Pittsburgh, USA (od 2016),
- członkostwo w Review Board czasopisma “International Journal of Experimental Learning & Case Studies”, Institute of Business Management, Karachi (od 2018),
- członkostwo w Komitecie Programowym *International Conference Liberec Economic Forum 2019*, która odbędzie się we wrześniu 2019 w Libercu (Czechy),
- prowadzenie zajęć dydaktycznych w 9 ośrodkach zagranicznych (visiting lectures LLP Erasmus+),
- odbycie wizyt monitorujących i przygotowujących przyszłą współpracę z Wydziałem Zarządzania UŁ oraz promujących Wydział i Uniwersytet Łódzki w 11 uczelniach zagranicznych.

Działalność dydaktyczna, popularyzatorska, organizacyjna i współpraca z zagranicą są szeroko opisane w autoreferacie i zdaniem recenzenta nie budzą żadnych zastrzeżeń.

Reasumując, sumaryczna ocena w zakresie dorobku dydaktycznego, organizacyjnego i popularyzatorskiego oraz współpracy z zagranicą jest pozytywna.

Podsumowanie dorobku naukowego i ocena końcowa

Biorąc pod uwagę pozytywną ocenę monografii pt. „*Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy. Determinanty - reakcja rynku - ocena*” przedstawionej jako osiągnięcie naukowe, pozytywną ocenę pozostałych publikacji naukowych oraz satysfakcjonującą aktywność w zakresie kierowania międzynarodowymi lub krajowymi projektami badawczymi lub udziału w takich projektach, a także pozytywną ocenę w zakresie dorobku dydaktycznego, organizacyjnego i popularyzatorskiego oraz współpracy z zagranicą, **popieram wniosek dr Bogny Kaźmierskiej-Józwiak o nadanie stopnia naukowego doktora habilitowanego nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.**

