

14.02.2020

Dr hab. Jacek Mizerka
prof. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu
Instytut Rachunkowości i Zarządzania Finansami
Katedra Finansów Przedsiębiorstw

Recenzja dorobku naukowego, dydaktycznego i organizacyjnego dr Bogny Kaźmierskiej-Józwiak w postępowaniu kwalifikacyjnym na stopień doktora habilitowanego nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse

1. Uwagi wstępne

Podstawą mojej recenzji jest pismo Dyrektora Instytutu Ekonomii i Finansów dra hab. Jacka Batóga z dnia 24.10.2019 r., informujące mnie o powierzeniu mi przez Centralną Komisję ds. Stopni i Tytułów roli recenzenta w postępowaniu habilitacyjnym dr Bogny Kaźmierskiej-Józwiak

Oświadczam, że otrzymana przeze mnie dokumentacja jest kompletna w myśl Rozporządzenia Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 19. stycznia 2018 r. w sprawie szczegółowego trybu i warunków przeprowadzania czynności w przewodzie doktorskim, w postępowaniu habilitacyjnym oraz w postępowaniu o nadanie tytułu profesora (Dz. U. z dnia 30.01.2018, poz. 261).

2. Sylwetka Habilitantki

Pani Bogna Kaźmierska-Józwiak jest „podwójnym” magistrem - ekonomii i matematyki. Studia na kierunku *Finanse i bankowość* (specjalność: *Finanse*), na Wydziale Ekonomiczno - Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego (UŁ) ukończyła w 1996 r., broniąc pracę magisterską pt. *Polityka pieniężna jako instrument interwencjonizmu państwowego w gospodarce rynkowej*. Z kolei, praca *Hiperpowierzchnie wypukłe w przestrzeni $n+1$ wymiarowej* stanowiła ukoronowanie studiów na kierunku matematyka (specjalność: *Zastosowania matematyki*) na wydziale Matematyki-Fizyki-Chemii UŁ, które p. Kaźmierska-Józwiak ukończyła w 1994 r. W 2005 r. p. Bogna Kaźmierska-Józwiak uzyskała stopień doktora w zakresie nauk o zarządzaniu nadany jej przez radę Wydziału Zarządzania UŁ. Praca doktorska pt. *Ocena efektywności fuzji i przejęć przedsiębiorstw* przygotowana została pod kierunkiem prof. zw. dr. hab. Jerzego Różańskiego.

Od 1 października 2006 do dnia dzisiejszego Bogna Kaźmierska-Józwiak jest zatrudniona na etacie adiunkta w UŁ, w Zakładzie Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa, w Katedrze Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa (wcześniejsza nazwa: Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem), na Wydziale Zarządzania UŁ. Nadto, jak wynika z Autoreferatu, do października 2013 r. współpracowała także jako wykładowczyni ze Społeczną Akademią Nauk w Łodzi.



Zainteresowania naukowe Bogny Kaźmierskiej-Jóźwiak koncentrują się na tematyce związanej z finansami przedsiębiorstw (wypłaty dywidend, wykupy akcji własnych, struktura kapitału, itp.), a także na kwestiach dotyczących inwestycji zagranicznych w Polsce. Na podkreślenie zasługuje fakt, że z racji bardzo dobrego przygotowania matematycznego, p. dr Kaźmierska-Jóźwiak z powodzeniem stosuje metody badań ilościowych.

3. Ocena dorobku naukowego

Ocena osiągnięcia naukowego wskazanego przez Habilitantkę stosownie do zapisu w art. 16 Ustawy o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki z 14.03.2003 r., (Dz. U. 2003 nr 65 poz. 595), z późniejszymi zmianami

We wniosku o przeprowadzenie postępowania habilitacyjnego, jako podstawowe osiągnięcie naukowe, Habilitantka wskazała monografię naukową pt. *Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy. Determinanty – reakcja rynku – ocena*, opublikowaną przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego w 2019 roku. W mojej opinii Habilitantka trafnie zidentyfikowała lukę badawczą. Problematyka wypłat dywidend, tudzież nabywania akcji własnych, traktowanych jako osobne zagadnienia poddawane badaniom, została już szeroko opisana w literaturze przedmiotu. Nie wyklucza to oczywiście dalszych badań w każdym z tych obszarów. Autorka podjęła jednak badania, których przedmiotem są jednocześnie obie te formy dostarczania środków pieniężnych akcjonariuszom. Habilitantka postawiła sobie dwa główne cele badawcze. Pierwszym z nich jest identyfikacja determinant określonej polityki wypłat dla akcjonariuszy przez spółki objęte badaniem (por. s. 15). Z tak sformułowanym celem badawczym związana jest hipoteza główna HG1, która stanowi, iż istnieje zróżnicowanie czynników determinujących skłonność spółek publicznych z sektorów niefinansowych do wypłaty dywidend i nabywania akcji własnych. Jak sądzę, chodzi o przypuszczenie, że na skłonność do wypłat na rzecz właścicieli wpływa wiele czynników. Wyrażam w tym miejscu wątpliwość, czy sensowne i konkretne sformułowanie celu badawczego musi prowadzić do sformułowania ogólnikowej hipotezy, która zakrawa na truizm. Druga hipoteza główna, HG2, głosi, iż pozytywna reakcja rynku na nabywanie akcji własnych jest silniejsza od reakcji na wypłatę dywidend. Autorka wspomina, że oprócz pracy B. Horbaczewskiej¹, nie są jej znane inne prace poświęcone łącznie wypłatom dywidend i nabywaniu akcji własnych (*buyback*), przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). W mojej opinii podejście zaproponowane przez Habilitantkę daje nie tylko możliwość porównania czynników pozostających we współzależności ze skłonnością do wypłaty dywidendy i skłonnością do nabywania akcji własnych, ale umożliwia także porównanie siły objaśniania modeli opisujących skłonność do wypłat na rzecz akcjonariuszy w obu tych formach. **Wyrażam pogląd, iż monografia**

¹ B. Horbaczewska (2012), Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym, CeDeWu, Warszawa



Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy. Determinanty –reakcja rynku – ocena jest jedną z pierwszych w Polsce prac przedstawiających wyniki badania odnośnie do spółek publicznych z sektorów niefinansowych, notowanych na GPW, w której uwzględniono zarówno skłonność do wypłat dywidend, jak i nabywania akcji własnych. Uważam, że podejście zaproponowane przez Habilitantkę można uznać za nowatorskie i w tym podejściu upatrywałbym jej wkład do rozwoju dyscypliny *ekonomia i finanse*.

Strukturę i układ pracy uznaję za poprawną. Służy ona realizacji postawionych celów. W rozdziale pierwszym dokonano analizy pojęć: dywidenda i nabywanie akcji własnych. Omówiono także zagadnienia prawne związane z wypłatą dywidend oraz nabywaniem akcji własnych. Szczególną uwagę zwrócono na rozwiązania dotyczące nabywania akcji własnych zarówno w prawie europejskim, jak i polskim. Przeanalizowano także motywy nabywania akcji własnych. Rozdział drugi charakteryzuje się solidnym wsparciem literaturowym. Dotyczy teorii podejmujących zagadnienie wypłat dla akcjonariuszy i wynikających z nich nurtów badawczych. Jeśli chodzi o dywidendę, to analizie poddano trzy główne podejścia teoretyczne dotyczące zależności między wypłatą dywidendy a wartością spółki. Wyróżniono teorię nieistotności dywidend, teorię prodywidendową oraz teorię antydywidendową. Dyskutując koncepcje teoretyczne odnośnie do wypłat dywidend odwołano się do podejść teoretycznych wykraczających poza obszar finansów, takich, jak teoria agencji, teoria cyklu życia przedsiębiorstwa, hipoteza efektu klienteli. Należy podkreślić, że analizę teorii wzbogacono o opisy badań weryfikujących te teorie. Rozdziały od trzeciego do piątego poświęcone zostały opisowi założeń, metod i rezultatów badań empirycznych. Przedstawiono w nim procedurę doboru spółek do badania oraz przy pomocy prostych metod statystycznych scharakteryzowano skalę zjawiska wypłat na rzecz właścicieli oraz dynamikę zmian tych świadczeń. Przeprowadzona wstępna analiza uprawnia Autorkę do wniosku, iż w latach 2004-2016 w badanych spółkach wzrastało znaczenie wypłat na rzecz akcjonariuszy, przy czym dominującą formą transferu zysku pozostaje wypłata dywidendy. Rozdział czwarty dotyczy weryfikacji hipotezy głównej HG1 odnośnie do zróżnicowania czynników wpływających na wypłaty dla właścicieli. Habilitantka podjęła próbę weryfikacji aż dwudziestu hipotez cząstkowych, przy czym, każdego badanego zjawiska (wypłat dywidend i nabycia akcji własnych) dotyczyło po dziesięć hipotez. Na podstawie literatury przedmiotu zidentyfikowała następujące czynniki, które mogą pozostawać we współzależności z wypłatami na rzecz akcjonariuszy: wielkość przedsiębiorstwa, rentowność działalności, istnienie nadwyżki finansowej, poziom zadłużenia, ryzyko, rodzaj przychodów, możliwości inwestycyjne, wiek spółki, zależność między wielkością środków na wypłatę dywidendy a kwotą środków przeznaczonych na realizację programu wykupu akcji własnych, niedowartościowanie akcji spółki przez rynek. Badania zostały przeprowadzone przy pomocy regresji logistycznej; uzasadnienie wyboru takiej metody zostało również przedstawione przez Habilitantkę. Znaczną część rozdziału

czwartego stanowi opis uzyskanych rezultatów. Rozdział piąty dotyczy reakcji rynku na informację o wypłatach dla akcjonariuszy; przedstawiono w nim wyniki weryfikacji hipotezy głównej HG2. Hipotezie głównej podporządkowano hipotezy cząstkowe (po trzy dla każdego badanego zjawiska, czyli wypłat dywidend i nabycia akcji własnych). Novum tego rozdziału polega na tym, iż zawarto w nim i porównano reakcję rynku na zapowiedź wypłaty dywidendy i rozpoczęcie nabywania akcji własnych. Jako metoda badawcza została zastosowana analiza zdarzeń. Reakcja rynku na ogłoszenie o wypłacie dywidendy charakteryzuje się tym, iż zwykłe stopy zwrotu są niższe niż te, które związane są z zapowiedziami nabywania akcji własnych.

Uważam, że Habilitantka zastosowała właściwe metody badawcze. Na wybór modelu logitowego jako metody analizy skłonności spółek do wypłat na rzecz akcjonariuszy wpływ miały takie elementy, jak cel badania, specyfika zmiennej objaśnianej oraz charakter dotychczasowych badań w tym obszarze. Powstaje jednak pytanie, czy mimo braków obserwacji, zamiast regresji łącznej (*pooled regression*) nie warto było zastosować podejścia panelowego? Ponadto, wątpliwości budzi Model 1, w którym ujęto 25 zmiennych objaśniających (por. s. 136). W mojej opinii część z tych zmiennych była wzajemnie skorelowana (niestety Habilitantka nie przedstawiła macierzy współczynników korelacji cząstkowej). Przykładowo, uważam, że zmienne stanowiące *proxy* wielkości firmy, a mianowicie, logarytmy naturalne: aktywów ogółem, wartości sprzedaży i wartości kapitalizacji są ze sobą skorelowane dodatnio. Prawdopodobnie w Modelu 1 mamy do czynienia z **problemem współliniowości zmiennych**. Do analizy reakcji rynku na ujawnienie informacji o zainicjowaniu przez spółkę wypłacania dywidendy lub informacji o zamiarze nabycia akcji własnych, Habilitantka zastosowała metodę analizy zdarzeń (*event study method*). Jako uzasadnienie przytoczyła fakt, iż metoda ta stosowana jest już od pół wieku; podała także przykłady badań przeprowadzonych przez polskich badaczy dotyczących reakcji rynku na informacje o takich zdarzeniach, jak np. fuzje i przejęcia, wezwania do sprzedaży akcji, podział akcji, inicjowanie dywidendy, czy zmiany w polityce dywidend, nabycie akcji własnych, itp. Jako tzw. *benchmark* dla obliczania anormalnych stóp zwrotu Habilitantka przyjęła stopę zwrotu z indeksu giełdowego. Jak można przypuszczać stopę tę obliczono na podstawie indeksu WIG.

W mojej opinii Autorka uzyskała interesujące rezultaty badawcze. Jeśli idzie o analizę skłonności do wypłat na rzecz akcjonariuszy, to uzyskane rezultaty dają asumpt do stwierdzenia, iż czynniki wpływające na wypłaty dla akcjonariuszy spółek notowanych na polskim rynku są podobne do tych, które charakteryzują rynki rozwinięte. Pozytywnie zostały zweryfikowane hipotezy cząstkowe H1a oraz H1b odnośnie do wpływu wielkości spółki na decyzje dotyczące wypłat dla właścicieli. Z kolei hipotezy H2a – H4a dotyczące wypłat dywidend, odnośnie do odpowiednio: ujemnego wpływu rentowności, pozytywnego wpływu nadwyżki finansowej oraz negatywnego wpływu zadłużenia zostały zweryfikowane pozytywnie, w odróżnieniu od analogicznych hipotez dotyczących nabycia akcji



własnych (hipotezy H2b-H4b), które Habilitantka musiała odrzucić. Wyniki badań pozytywnie zweryfikowały hipotezy H5a i H5b, iż ryzyko stanowi destymulantę wypłat na rzecz akcjonariuszy. Nie było natomiast podstaw do przyjęcia hipotez stanowiących o wpływie rodzaju przychodów na skłonność do prowadzenia polityki wypłat (hipotezy H6a i H6b). Kolejna hipoteza H7a dotycząca ujemnej zależności między wzrostem przedsiębiorstwa a wypłatami dywidend została zweryfikowana pozytywnie, podczas gdy analiza wpływu możliwości wzrostu przedsiębiorstwa na skłonność spółek do nabywania akcji własnych (hipoteza H7b) nie przyniosła jednoznacznych wyników. Kolejnym czynnikiem poddanym badaniu była zależność między wiekiem spółek a skłonnością do wypłat dywidend (hipotezy H8a i H8b). W tym przypadku trzeba było odrzucić hipotezy o pozytywnej zależności między wiekiem spółek a skłonnością do wypłat dla właścicieli. Pozytywnie zweryfikowano natomiast hipotezy o pozytywnym wpływie wypłat zarówno dywidend, jak i nabycia akcji własnych w roku $t-1$ na wypłaty w roku t (hipotezy H9a i H9b). Nie było natomiast podstaw do pozytywnej weryfikacji hipotez H10a i H10b mówiących o wpływie niedowartościowania akcji spółki na prawdopodobieństwa wypłat dywidend i nabycia akcji własnych.

W odniesieniu do rezultatów analizy wpływu dwóch zdarzeń: ogłoszenia inicjowania wypłacania dywidendy oraz upublicznienia planów nabywania akcji własnych, należy stwierdzić, iż Habilitantka pozytywnie zweryfikowała hipotezy H11a i H11b stanowiące o powiązaniu ww. zdarzeń z pozytywną reakcją rynku. Nadto, zdaniem Habilitantki, uzyskane wyniki uprawniają ją do wnioskowania, iż rynek silniej reaguje na informacje o realizacji programu nabycia akcji własnych niż na informację o wypłacie dywidendy (pozytywna weryfikacja hipotezy H12). Jednakże wyniki badań nie dają podstaw do pozytywnej weryfikacji hipotezy H13a, która stanowi o znaczeniu wielkości spółki dla siły reakcji rynku na upublicznienie informacji o inicjowaniu lub wznowieniu wypłacania dywidendy po co najmniej trzech latach. Są natomiast podstawy do pozytywnej weryfikacji hipotezy H13b, wg której rynek silniej reaguje na ogłoszenie o nabywaniu akcji własnych przez małe spółki w porównaniu do reakcji na nabywanie akcji własnych przez spółki duże.

W posumowaniu Autorka zaznacza, że uzyskane wyniki badań wskazują na fakt, iż reakcja na ogłoszenie informacji o nabywaniu akcji własnych sprawia, że uzyskiwane nadwyżkowe stopy zwrotu są wyższe niż stopy zwrotu uzyskiwane w związku z reakcją na zapowiedzi inicjowania wypłaty dywidendy.

Bardzo wysoko oceniam język pracy. Habilitantka potrafi bardzo precyzyjnie, a jednocześnie klarownie wyrażać myśli. Dzięki temu czytelnikowi łatwo jest śledzić tok wywodów. Na podkreślenie zasługuje także fakt, iż wiele podrozdziałów zawiera podsumowania rozważań w nich zawartych. Generalne podsumowanie zawarte jest w Zakończeniu. Uważam, że precyzyjny sposób wyrażania myśli



oraz umiejętność trafnego ich podsumowania świadczą o tym, że Habilitantka posiadała umiejętność formułowania sądów zarówno analitycznych, jak i syntetycznych.

Pragnąc jeszcze raz podkreślić moją bardzo wysoką ocenę monografii *Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy*, chciałbym podpowiedzieć przyszłe kierunki możliwych badań. W Zakończeniu Habilitantka wspomina o możliwych badaniach nad czynnikami wpływającymi na wysokość wypłacanych dywidend, czy też o dalszej eksploracji tematów dotyczących identyfikacji czynników wpływających na wypłatę dywidend, czy też nabywanie akcji własnych. Uznałem, że warto podpowiedzieć Autorce takie kierunki, jak wpływ struktury akcjonariatu na wypłaty dla właścicieli, w szczególności warto rozważyć rolę akcjonariuszy instytucjonalnych. W tym kontekście istotne znaczenie może mieć wpływ horyzontu podejmowania decyzji inwestycyjnych przez akcjonariuszy.

Ocena pozostałego publikacyjnego dorobku naukowego w obszarze osiągnięcia naukowego

Osiągnięcia Habilitantki w zakresie działalności naukowo-badawczej po uzyskaniu stopnia doktora zostały przez nią podzielone na sześć nurtów badawczych. Dwa pierwsze nurty, a mianowicie: problematyka nabywania akcji własnych oraz problematyka wypłat dywidend, są ściśle związane z zagadnieniami poruszonymi w monografii wskazanej przez Habilitantkę jako główne osiągnięcie naukowe. Jednakże w odróżnieniu od przedmiotu badań dotyczących wykupu akcji własnych, których wyniki opisane zostały w monografii, w artykułach w ramach pierwszego nurtu badawczego przedstawiono także wyniki badań na spółkami notowanym na rynku NewConnect. Na szczególne wyróżnienie w ramach tego nurtu zasługuje artykuł: Wrońska-Bukalska, E., Kaźmierska-Józwiak, B., Rozkovec, J. (2018) *The information content of share repurchases-evidence from Poland*, Economics and Management, Vol 21, Issue 1, ss. 172-185; (Lista A, 25 pkt., IF: 1,311). Warto podkreślić, że w artykule tym zbadano reakcję rynku na ogłoszenia o zamiarze nabycia akcji własnych przez spółki notowane na rynku NewConnect w kontekście teorii agencji oraz w warunkach asymetrii informacji (teoria sygnalizacji). Zastosowano zaawansowane metody badawcze, do których można zaliczyć metodę bootstrap. Pozostałe publikacje zaliczone przez Habilitantkę do ww. dwóch nurtów badawczych, jakkolwiek ciekawe pod względem uzyskanych rezultatów i zaawansowane jeśli chodzi o zastosowane metody badawcze, opublikowane zostały w mniej znaczących czasopiśmie (przeważa lista B). Trzeci, wyróżniony przez Habilitantkę nurt badawczy, dotyczy uwarunkowań i czynników mających wpływ na strukturę kapitału przedsiębiorstw. Poziom metodyczny trzech artykułów przedstawionych przez Habilitantkę jest dobry. Jednak w rozważaniach nad strukturą kapitału przedsiębiorstw w Polsce daje się zauważyć brak odwołania do istotnych osiągnięć badaczy zajmujących się tą tematyką, że wspomnę



choćby publikację J. Kubiaka (2013)². Jak się wydaje, wykorzystanie wyników uzyskanych przez innych badaczy pozwoliłoby Habilitantce na bardziej dogłębną analizę własnych rezultatów. Czwarty nurt obejmujący artykuły poświęcone fuzjom i przejęciom przedsiębiorstw obejmuje tylko dwie pozycje. Są to artykuły o charakterze czysto opisowym, w mojej opinii, nie mające istotnego wpływu na jakość dorobku naukowego Habilitantki. Podobnie nurt piąty obejmuje publikacje dotyczące bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które zawierają wyniki badań ankietowych (na poziomie publicystycznym) odnośnie do inwestycji zagranicznych w wybranych województwach w Polsce. Ostatni wymieniony przez Habilitantkę nurt badawczy dotyczy uwarunkowań strategii finansowania przedsiębiorstw w Polsce. Obejmuje on trzy pozycje poświęcone strategiom finansowania działalności firm rodzinnych i spółek notowanych na GPW. W mojej opinii ten nurt badawczy w pewnym stopniu pokrywa się z nurtem poświęconym strukturze kapitału. W ramach tego nurtu Autorka prezentuje m.in. wyniki odnośnie do stopnia koncentracji własności spółek giełdowych zaliczanych do sektora spożywczego, mierzonego wskaźnikiem Herfindahla-Hirschmana, w powiązaniu z wybranymi wskaźnikami zadłużenia tych spółek. Wskaźników finansowych używa też Habilitantka charakteryzując strategię finansowania firm rodzinnych na przykładzie spółek sektora usług turystycznych. Poświęca też uwagę decyzjom w zakresie krótkoterminowego zarządzania finansami. W artykule *Decyzje w zakresie krótkoterminowego zarządzania finansami na przykładzie spółek sektora spożywczego notowanych na GPW*, w podsumowaniu znajdujemy dość kuriozalny ogólny wniosek, iż „Badania prowadzone na świecie wskazują na istnienie negatywnej zależności między rentownością a płynnością przedsiębiorstw” bez odwołania się do wyników poważnych badań³. Mimo, że takie stwierdzenie jest wyrwane z kontekstu, a ponadto formułowanie takich wniosków można rzucić na karb stosunkowo niewielkiego jeszcze wtedy doświadczenia Habilitantki (artykuł ukazał się w 2010 r.), to jednak obecność takiego sformułowania obniża rangę publikacji.

Wykaz prac zaliczonych do poszczególnych nurtów wyróżnionych przez Autorkę zawiera tabela 1. Przyznaję, że przyporządkowanie punktów poszczególnym publikacjom odbyło się w sposób do pewnego stopnia subiektywny, ze względu na niepełne informacje dotyczące punktacji czasopism czasie, gdy artykuły były publikowane.

² Kubiak, J., (2013) *Zjawisko asymetrii informacji a struktura kapitału przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu

³ Por. Kaźmierska-Jóźwiak B., Marszałek J. (2010), *Decyzje w zakresie krótkoterminowego zarządzania finansami na przykładzie spółek sektora spożywczego notowanych na GPW w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia”, vol. 46, nr. 1, s. 861-870.



Tabela 1. Wykaz pozostałego publikacyjnego dorobku naukowego w obszarze osiągnięcia naukowego

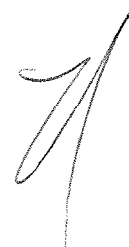
Problematyka nabywania akcji własnych						
L.p.	Rok	Tytuł	Periodyk/Wydawnictwo	Rodzaj publikacji	Punkty w momencie publikacji (oszacowanie moje – J.M.)	Współautor
1	2018	<i>The information content of share repurchases – evidence from Poland</i>	E &M Ekonomie a Management, Vol. 21 Issue 1	Artykuł	25 pkt.; IF 1,311	Wrońska-Bukalska E., Rozkovec J.
2	2017	<i>Signaling hypotheses of share repurchase-life cycle approach. The case of Polish listed companies</i>	Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy, vol. 12 (2)	Artykuł	14	Wrońska-Bukalska E.,
3	2017	<i>Effect of Repurchase Announcement on the Polish Alternative Stock Market</i>	International Institute of Social and Economic Sciences, (red) Cermakova K., Mozayeni, S., Hromada, E.	Materiały konferencyjne	?	Wrońska-Bukalska E.,
Problematyka polityki dywidend						
4	2017	<i>Dividend changes and future profitability changes – evidence from Polish listed companies</i>	Ekonometria nr 4 (58),	Artykuł	14	
5	2017	<i>Reakcja rynku kapitałowego na inicjowanie dywidend na rynku polskim</i>	Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa", nr 6 (809),	Artykuł	12	
6	2016	<i>Struktura własności a skłonność do wypłaty dywidendy</i>	Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr. 4 (82) cz.2	Artykuł	9	
7	2016	<i>Wpływ charakterystyki spółki na jej skłonność do wypłaty dywidendy</i>	Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia	Artykuł	11	

8	2016	<i>Rola rad nadzorczych w procesach formułowania i realizowania strategii spółek</i>	Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego	Rozdział w monografii	15	Jeżak J., Bohdanowicz L., Matyjas Z.
9	2015	<i>Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies</i>	Procedia Economics and Finance", nr 23	Artykuł	12	
10	2015	<i>Czy cateringowa teoria dywidend ma zastosowanie na rynku polskim?</i>	Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", 2015, nr. 1	Artykuł	9	
11	2014	<i>Czynniki polityki dywidendowej w warunkach polskich</i>	Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia", vol. XLVIII, nr. 3,	Artykuł	7	
12	2008	<i>Ocena polityki dywidend spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie</i>	Organizacja i Kierowanie	Artykuł	?	
Uwarunkowania i determinanty struktury kapitału przedsiębiorstwa						
13	2017	<i>Determinants of Long-Term Debt and Short-Term Debt Financing: Evidence from Poland</i>	D. Prochazka (red.), New Trends in Finance and Accounting, Springer International Publishing	Rozdział w monografii	15	Marszałek J., Sekuła P.
14	2016	<i>Determinanty struktury kapitału krajowych przedsiębiorstw towarowego transportu samochodowego</i>	Przegląd Organizacji, nr. 6, s. 37-42	Artykuł	13	Sekuła P.
15	2015	<i>Determinants of Debt-Equity Choice-Evidence From Poland</i>	EMAJ: Emerging Markets Journal, vol. 5(2)	Artykuł	?	Marszałek J., Sekuła P.
Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw						
16	2014	<i>Activity of Central Eastern Europe Countries on Mergers and Acquisitions Markets</i>	Social Sciences/ Socialiniai mokslai, vol. 83, nr 1, s. 72-79.	Artykuł	10	
17	2013	<i>Trendy w zakresie aktywności na rynku fuzji i przejęć przedsiębiorstw</i>	Przedsiębiorczość i Zarządzanie, vol. 8, nr. 1	Artykuł	8	

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne						
18	2016	<i>Aktywność jednostek samorządu terytorialnego w pozyskiwaniu kapitału zagranicznego</i>	[w:] Karaszewski W. (red.), <i>Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w wybranych województwach Polski - analiza porównawcza</i> , Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruń, Toruń	Rozdział w monografii	15	Różański J., Starzyńska D.
19	2015	<i>Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w województwie łódzkim - raport z badania przeprowadzonego w 2015 roku wśród przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego województwa</i>	Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania, Łódź	Raport	?	Różański J., Jasiniak M., Kaczmarska-Krawczak J., Starzyńska D.
Uwarunkowania strategii finansowania przedsiębiorstw						
20	2012	<i>Charakterystyka strategii finansowania firm rodzinnych na przykładzie spółek sektora usług turystycznych</i>	Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia, vol. XLVI, nr. 1	Artykuł	5	Marszałek J.
21	2011	<i>Właścielskie uwarunkowania strategii finansowania - wybrane przykłady spółek notowanych na GPW w Warszawie</i>	Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr. 158	Artykuł	7	Marszałek J.
22	2010	<i>Decyzje w zakresie krótkoterminowego zarządzania finansami na przykładzie spółek sektora spożywczego notowanych na GPW w Warszawie</i>	Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia", vol. 46, nr. 1	Artykuł	6	Marszałek J.
Razem pkt					198?	

Źródło: opracowanie własne na podstawie Autoreferatu i danych z Internetu dotyczących punktacji publikacji

Tytułem komentarza odnośnie do informacji zamieszczonych w Tabeli 1 można stwierdzić, że pod względem liczby publikacji dorobek Habilitantki jest całkiem spory. Jednak na ogół są to publikacje o zasięgu lokalnym (tylko jedna publikacja w czasopiśmie z listy A posiadającym *Impact Factor*). Należy zauważyć, że liczba punktów przyznanych poszczególnym artykułom jest niewielka.



Podsumowując, moja ocena pozostałego opublikowanego dorobku naukowego jest umiarkowanie pozytywna. Za taką oceną przemawia dobry warsztat badawczy Habilitantki oraz dość duża aktywność publikacyjna. Ocena została skorygowana in minus na skutek stosunkowo niskiej punktacji przedłożonych do recenzji publikacji.

3.1. Ocena pozostałego dorobku naukowego (kierowanie projektami badawczymi oraz udział w takich projektach, nagrody za działalność naukową, referaty na konferencjach); cytowania.

Od momentu uzyskania stopnia doktora, Habilitantka brała udział w pięciu projektach badawczych, w tym w dwóch finansowanych ze środków unijnych. W czterech z nich pełniła rolę wykonawcy, a w jednym – *Comparative analyses of European identities in business and every-day behavior* – pełni rolę kierownika ze strony Uniwersytetu Łódzkiego, który wchodzi w skład konsorcjum wykonawców. Habilitantka wygłosiła 28 referatów na konferencjach o zasięgu krajowym i międzynarodowym. Uzyskała indywidualną nagrodę rektora Uniwersytetu Łódzkiego za cykl publikacji poświęcony polityce dywidend spółek notowanych na GPW w Warszawie. Nagradzana była także przez dziekana Wydziału Zarządzania UŁ za osiągnięcia naukowo-badawcze i za wkład w rozwój Wydziału.

Pani dr Bogna Kaźmierska-Józwiak jest członkiem Rady Naukowej Instytutu Technologii Materiałów Elektronicznych (od 2018 r.) oraz Rady Ekspertów PHIN Consulting sp. z o.o; należy do Towarzystwa Naukowego Organizacji i Kierownictwa, zgłosiła także akces do Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego.

Habilitantka recenzowała jeden grant badawczy w konkursie organizowanym przez NCN; recenzowała także dwa artykuły zgłoszone do publikacji w czasopismach z listy A MNiSzW oraz dwie monografie w j. polskim. Uczestniczy w radach redakcyjnych dwóch zagranicznych czasopism naukowych.

Sprawdzone przeze mnie cytowania na dzień 27.01.2020 przedstawiają się następująco:

Cytowania:

- I. Web of Science: 0, Scopus: 1, Google Scholar: 114,
- II. Indeks Hirscha: Web of Science: 0, Scopus: 1, Google Scholar: 4,
- III. Sumaryczny Impact Factor: 1,31.

Pozytywnie oceniam pozostały dorobek naukowy dr Bogny Kaźmierskiej- Józwiak. Na plus należy zapisać uczestnictwo w dwóch projektach badawczych finansowanych z zewnętrznych źródeł, w tym pełnienie roli kierownika ze strony jednego z uczestników konsorcjum naukowego oraz fakt wygłoszenia dość sporej liczby referatów na konferencjach o zasięgu krajowym i



międzynarodowym. Cytowalność prac, jak sądzę nie odbiega od przeciętnej cytowalności prac osób starających się w Polsce o uzyskanie stopnia dra habilitowanego.

3.2. Ocena dorobku dydaktycznego i popularyzacyjno-organizacyjnego.

Pani dr Bogna Kaźmierska-Józwiak prowadzi liczne zajęcia dydaktyczne na studiach I i II stopnia, głównie na Uniwersytecie Łódzkim. Zajęcia prowadzone przez Habilitantkę dotyczą zagadnień związanych z zarządzaniem finansami. Zestaw prowadzonych przez nią przedmiotów obejmuje m.in. zajęcia z finansów przedsiębiorstw, analizy finansowej, planowania finansowego, wyceny dłużnych papierów wartościowych, polityki dywidend, fuzji i przejęć, *corporate finance*. Dr Kaźmierska-Józwiak prowadziła także seminaria licencjackie i magisterskie dla studentów kierunków: Finanse i Inwestycje oraz Finanse i Rachunkowość. Wypromowała ok. 150 prac licencjackich i 150 prac magisterskich. Udzielała się także na studiach podyplomowych.

Pani dr Bogna Kaźmierska-Józwiak była bardzo zaangażowana w pracę organizacyjną na rzecz Wydziału Zarządzania UŁ. Od roku 2007 pełniła funkcję Pełnomocnika Rektora ds. Programu Erasmus (i Erasmus+) oraz ECTS. Jej aktywność w tym zakresie została nagrodzona przez władze Uczelni. Uzyskała indywidualną nagrodę rektora UŁ za szczególne osiągnięcia organizacyjne. W latach 2007-2012 dr Kaźmierska-Józwiak była członkiem Rady Programowej Wydziału Zarządzania UŁ, do kompetencji której należało wprowadzanie zmian w planach studiów i programach poszczególnych przedmiotów. W latach 2012-2016 była członkiem z wyboru Rady Wydziału Zarządzania UŁ, reprezentując „niesamodzielną” pracowników naukowo-dydaktycznych.

Moja ocena dorobku dydaktycznego oraz popularyzacyjno-organizatorskiego dr Bogny Kaźmierskiej-Józwiak jest zdecydowanie pozytywna.

Podsumowanie – ocena końcowa.

Zapoznawszy się z dostarczonymi dokumentami i mając na uwadze kryteria oceny osiągnięć osoby ubiegającej się o nadanie stopnia doktora habilitowanego, stwierdzam, że dorobek naukowy, dydaktyczny i organizacyjny daje podstawy dr Bognie Kaźmierskiej-Józwiak do wystąpienia z wnioskiem o nadanie jej stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse. Moja opinia odnośnie do dorobku Habilitantki oparta została na następujących przesłankach:

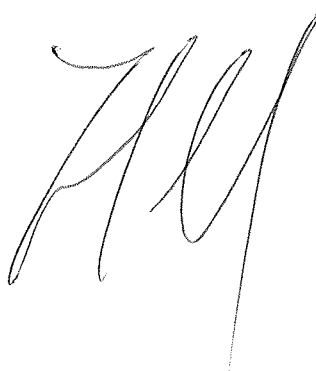
- 1) Wysoko oceniam monografię pt. *Polityka wypłat na rzecz akcjonariuszy. Determinanty – reakcja rynku – ocena*, wskazaną przez Habilitantkę jako osiągnięcie naukowe.
- 2) Dorobek naukowy Habilitantki po uzyskaniu stopnia doktora jest wystarczająco bogaty pod względem ilościowym, aczkolwiek publikacje nie są zbyt wysoko punktowane.



- 3) Wysoko oceniam przygotowanie warsztatowe Habilitantki, co stwarza nadzieję, że dr Kaźmierska-Józwiak będzie w stanie publikować swoje prace w lepiej notowanych czasopismach naukowych.
- 4) Dr Bogna Kaźmierska-Józwiak posiada spory dorobek organizacyjny i dydaktyczny.

4. Konkluzja

Po zapoznaniu się z dorobkiem naukowym, dydaktycznym i organizacyjnym dr Bogny Kaźmierskiej- Józwiak stwierdzam, że spełnione zostały wymogi Ustawy o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. 2003 nr 65 poz. 595, z późniejszymi zmianami). **W związku z powyższym wnoszę o dopuszczenie wniosku dr Bogny Kaźmierskiej- Józwiak do dalszego procedowania w postępowaniu habilitacyjnym w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse.**

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized, cursive letters that appear to be 'BM' or similar initials.