

27. 09. 2024

W P L Y N Ę Ł O

prof. dr hab. Monika Marcinkowska
Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Bankowości

Łódź, dn. 22.09.2024 r.

UNIwersytet Szczeciński



Recenzja rozprawy doktorskiej

mgr Katarzyny Kwiatkowskiej

pt. „Wartość rynkowa a struktura akcjonariatu banków w krajach Europy Środkowej”,
napisanej pod kierunkiem: promotorki - dr. hab. Katarzyny Byrki-Kity, prof. US
i promotorki pomocniczej – dr Doroty Skały

1. Uwagi ogólne

Problematyka tworzenia wartości przedsiębiorstw jest z jednej strony istotnym nurtem dociekań naukowych, z drugiej zaś – niezwykle ważnym aspektem praktyki rynków finansowych. Jednym z obszarów o odrębnej specyfice są badania dotyczące instytucji finansowych (w tym banków), z racji szczególnego charakteru ich działalności. Na wartość przedsiębiorstw – również finansowych – w znaczącym stopniu wpływają mechanizmy władztwa korporacyjnego (*corporate governance*). Również i w ich przypadku dostrzega się pewną specyfikę dotyczącą instytucji finansowych. Zagadnienia te są przedmiotem wielu badań teoretycznych i empirycznych. Po pierwsze jednak część wyników badań empirycznych daje odmienne wyniki, po drugie – znikoma część badań dotyczy krajów Europy Środkowej, w tym Polski. Odmienność niektórych rozwiązań przyjętych w tych krajach, ale też inne etap rozwoju tak gospodarki rynkowej w ogóle, jak i w szczególności rynków i instytucji finansowych, sugerują, że jest to obszar warty zbadania.

Z tego też względu wybór tematu rozprawy doktorskiej mgr Katarzyny Kwiatkowskiej uważam za w pełni zasadny. Doktorantka wybrała jeden z mechanizmów władztwa korporacyjnego, jakim jest struktura akcjonariatu i zbadała istnienie zależności z wartością rynkową banków w krajach Europy Środkowej. Sam aspekt powiązań między strukturą własnościową a wartością przedsiębiorstw jest już co prawda przedmiotem wielu badań, jednak ukierunkowanie go na banki i zogniskowanie na podmiotach z tego regionu, rzadko podejmowany jest przez badaczy (a tym bardziej w takim zakresie), toteż praca wypełnia istniejącą w literaturze przedmiotu lukę.

2. Tytuł, cel, hipotezy i metody badawcze pracy

Rozprawę poświęcono badaniu istnienia ewentualnych zależności między strukturą akcjonariatu banków giełdowych (z Europy Środkowej) a ich wartością rynkową. **Tytuł** rozprawy generalnie dobrze oddaje zatem zawartość, choć sformułowanie „struktura akcjonariatu” może rodzić szersze oczekiwania, aniżeli faktyczny zakres przeprowadzonych w pracy analiz.

Celem rozprawy jest „ocena relacji występujących między strukturą własności a wartością rynkową banków notowanych na giełdach w Europie Środkowej” (s. 6). Autorka dookreśla, że jest to cel główny, choć nie formułuje szczegółowych. Poniekąd za cele szczegółowe można uznać wskazane dwa aspekty: „Po pierwsze, jest to koncentracja własności, którą uwzględniono poprzez analizę obecności akcjonariusza posiadającego pakiet kontrolny. Po drugie, uwzględniono typ akcjonariusza –

w tym przypadku zagranicznego.” (s. 6). Do sformułowania celu nie wnoszę zastrzeżeń, choć – podobnie jak w przypadku tytułu – brzmienie samego celu może rodzić szersze oczekiwania (te jednak są zawężone kolejnymi zdaniami, przytoczonymi wyżej, które wyjaśniają zakres podjętych badań). Uszczegółowienie aspektu koncentracji własności uznaję jednak za dość dyskusyjne – ograniczono się bowiem do faktu występowania „akcjonariusza posiadającego pakiet kontrolny”, co jest znacznym uproszczeniem (wróć do tego aspektu omawiając badania empiryczne Doktorantki).

We Wstępie rozprawy wskazano jakich aspektów dotyczą **hipotezy** główne i na czym polega ich uszczegółowienie, natomiast samo brzmienie tychże hipotez wskazane jest w rozdziale trzecim (dotyczącym metodyki własnych badań empirycznych). W mojej ocenie hipotezy (zarówno główne, jak i szczegółowe) są poprawnie sformułowane, mają adekwatne powiązanie z celem rozprawy, odpowiednio zawężają zakres oczekiwań co do zakresu badania i zawierają przypuszczenia co do potencjalnego charakteru (kierunku) domniemanych związków.

Podobnie, we Wstępie nie wskazano metod badawczych zastosowanych w rozprawie, a jedynie wskazano zakres przedmiotowy, podmiotowy i czasowy badania oraz wskazano rodzaje i źródła zastosowanych danych. Opis metodyki badania empirycznego zawarty jest w rozdziale trzecim, gdzie szeroko przedstawiono zastosowany model statyczny dla danych panelowych z efektami losowymi. We wstępie nie wskazano też metod badawczych zastosowanych w części teoretycznej. W opisie zawartości rozdziałów wskazano m.in., że „[z]aprezentowano przegląd prac”, „Czynniki kształtujące wartość rynkową pogrupowano (...)”, „[s]koncentrowano się na przedstawieniu definicji oraz teorii ładu korporacyjnego”, „[p]rzestawiono obszary ładu korporacyjnego, które badano” (s. 7). Co oczywiste, ogólną metodą badawczą zastosowaną w rozdziałach pierwszym i drugim jest przegląd literatury przedmiotu, jednak – jako iż istnieje tu wiele szczegółowych metod – warto było pokusić się o jasne sprecyzowanie który rodzaj przeglądu wykorzystano. Generalnie dobór i zastosowanie metod badawczych oceniam pozytywnie (co rozwinę dokonując szczegółowej oceny merytorycznej rozprawy).

3. Układ i konstrukcja rozprawy oraz jej ocena merytoryczna

Praca składa się ze wstępu, czterech rozdziałów, zakończenia, aneksu, spisów literatury i obiektów. Łącznie liczy 174 stron (ok. 155 stron zasadniczego tekstu).

W dość syntetycznym **Wstępie** podkreślono znaczenie banków, a także zarysowano tematykę badań podejmowane w badaniach empirycznych na temat wartości banku, w tym w szczególności jej zależności od struktury własnościowej. Zaznaczono przy tym, że bardzo niewiele prac podejmuje ten ostatni aspekt w odniesieniu do banków z rejonu Europy Środkowej. Jakkolwiek nie jest to wprost wyartykułowane, to właśnie znaczenie samego zagadnienia i brak szerszych jego badań w odniesieniu do banków z naszego regionu, są uzasadnieniem wyboru tematu pracy. Następnie zatem sformułowano cel rozprawy i wskazano czego będą dotyczyły hipotezy (ich brzmienie nie jest tu jeszcze przytoczone, ale samo to wskazanie wydaje się być tu wystarczające). Opisując samo badanie empiryczne wskazano jego zakres oraz źródła danych. Jak wskazałam, nie przedstawiono w tej części zastosowanych w pracy metodach badawczych (tak w części teoretycznej, jak i empirycznej). W dalszej części Wstępu – standardowo dla tego elementu rozprawy – przedstawiono pokrótce opis struktury pracy.

Dwa pierwsze rozdziały pracy poświęcono zagadnieniom teoretycznym (choć w istocie głównie skoncentrowano się na przeglądzie literatury zawierającej badania empiryczne), dwa kolejne opisują przeprowadzone własne badanie empiryczne Doktorantki.

Pierwszy rozdział dotyczy wartości banków komercyjnych – przedstawiono zarówno jej

definicje, jak i wybrane determinanty (które podzielono na makroekonomiczne i wewnątrzbankowe). Rozdział otwiera tekst nie przypisany do żadnego podrozdziału (2,5 strony), który – po lekturze całości – można uznać za syntezę czy też streszczenie tej części pracy. Być może w zamyśle miało to być wprowadzenie, sygnalizujące zakres i strukturę rozdziału, jednak w mojej ocenie w tej wersji jest to zbędne i wprowadza niepotrzebne powtórzenia. W tej części, omawiając zagadnienie wartości wskazano jedynie księgową i rynkową. Jakkolwiek to zawężenie można przyjąć za zasadne w kontekście celu rozprawy, to warto było choćby zasygnalizować także inne kategorie wartości przedsiębiorstwa.

Autorka przytoczyła (za ustawą o rachunkowości) cenę rynkową nie w ogóle, lecz konkretnie aktywów finansowych, co można uzasadnić charakterem wartości przedsiębiorstwa, choć warto było opatrzyć to stosownym komentarzem. Jeszcze lepszym zabiegiem byłoby przedstawienie wartości rynkowej (i ceny rynkowej) nie na podstawie polskiego aktu prawnego, lecz np. Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (w szczególności MSRF 13 i *Założeń koncepcyjnych sprawozdawczości finansowej*). To pozwoliłoby też na szersze spojrzenie na determinanty owej wartości. Przedstawivszy definicję wartości rynkowej przedsiębiorstwa Doktorantka przeszła do wartości banków i wskazała kluczowe jej źródła, opierając się – niestety - wyłącznie na źródłach empirycznych.

W podrozdziale pierwszym skoncentrowano się już na wartości rynkowej banków, podnosząc ich specyfikę (instytucje zaufania publicznego, podlegające ścisłemu regulowaniu i nadzorowi). W tej części Autorka poczyniła odniesienie do polskiej ustawy – prawo bankowe, co uznaję za zbędne, skoro po pierwsze praca dotyczy Europy Środkowej, a nie tylko Polski, a po drugie - ustawa ta opiera się w znacznej mierze na regulacjach unijnych. Autorka poczyniła co prawda także odniesienie do regulacji UE, ale już nieaktualnych (w 2019 r. uchwalono pakiet CRD V/CRR 3, a w bieżącym roku – po kilku latach negocjacji – kolejny, który będzie obowiązywał od przyszłego roku). Analogicznie, zbędne jest przywoływanie polskich regulacji odnoszących się do podmiotów, których papiery wartościowe są notowane na giełdzie, a wystarczyłyby jedynie te unijne. W dalszej części podrozdziału podkreślono znaczenie wartości rynkowej banków dla różnych grup interesariuszy, a następnie wskazano podejścia do jej szacowania (nie jest to jednak wskazanie podstaw teoretycznych czy zasad, a jedynie przegląd podejść stosowanych w badaniach empirycznych). Dalsza część tekstu koncentruje się na wskazaniu miar pozwalających analizować wartość rynkową, najczęściej stosowanych w literaturze, a także szerzej – na wylistowaniu badań empirycznych dotyczących wartości rynkowej banków.

W kolejnych dwóch podrozdziałach Autorka przytacza główne czynniki wpływające na wartość banków, dzieląc je na makroekonomiczne i wewnątrzbankowe. Podział ten (a raczej samo nazewnictwo) nie jest wystarczająco precyzyjny. Przykładowo, wśród determinant makroekonomicznych wymieniono m.in. sytuację sektora bankowego kraju (czyli czynnik mezoekonomiczny), politykę gospodarczą oraz indeksy giełdowe (których przypisanie do determinant makroekonomicznych jest dość dyskusyjne), czynniki ESG (które zdecydowanie nie mają charakteru ekonomicznego, a tym samym – makroekonomicznego), reformy instytucjonalne, w tym prawne oraz ograniczenia regulacyjne (bardziej zasadnym byłoby pisanie w ogóle o determinantach prawnych, a nie tylko o reformach, ale ów zapis jest konsekwencją przeglądu źródeł opisujących badania empiryczne, a nie teoretyczne).

Podrozdziały 1.2 i 1.3 są w istocie przeglądem badań empirycznych, tym samym nie pozwalają na przedstawienie pełnego (lub choćby szerszego) spectrum determinant wartości rynkowej banków. W mojej opinii warto było rozpocząć rozdział od rozważań teoretycznych (w tym sięgnięcia do literatury dotyczącej ekonomiki bankowości czy mikroekonomii bankowej, a także specyfiki funkcjonowania przedsiębiorstwa bankowego). Autorka nie tylko pominęła takie odniesienia do teorii bankowości, ale omawiając źródła wartości banku nie sięgnęła nawet do książek, które poświęcone są

stricte temu zagadnieniu i przedstawiają modele tworzenia wartości czy zarządzania wartością tych instytucji finansowych¹.

W konsekwencji takiego podejścia nie uwzględniono pełnego spectrum czynników wpływających na wartość banków (a niektóre aspekty mocno spłycono - np. kwestię ryzyka) ani nie przedstawiono w jaki sposób owe czynniki na ową wartość oddziałują. Oczywiście można przyjąć, że zastosowane podejście uzasadnione jest planowaniem własnego badania empirycznego – w istocie, dokonany przegląd, a w szczególności systematyzacja tych badań są dobrym punktem wyjścia do własnego. W tym przypadku należało jednak odmiennie zatytułować rozdział, jednoznacznie wskazując zawężenie do przeglądu badań empirycznych. Zwracam jednak uwagę, że takie podejście z jednej strony ogranicza Autorkę – nie uwzględnia bowiem innych czynników, potencjalnie istotnych, a nie uwzględnionych w przytoczonych badaniach, a z drugiej – utrudnia interpretację wyników i uogólnienie wniosków, poprzez stosowne odwołanie do teorii (a tym bardziej nie pozwoli na rozszerzanie teorii).

Ogółem zatem rozdział ma niejednorodną ocenę. Z jednej strony brak podstaw teoretycznych oceniam negatywnie, z drugiej – dokonany przegląd i systematykę badań empirycznych – uważam za cenne i przydatne. Uważam, że lepsze byłoby choćby minimalne zaprezentowanie teorii oraz wywiedzenie z niej czynników wpływających na wartość banku, a następnie wskazanie które i w jaki sposób czynniki te były dotąd weryfikowane w badaniach empirycznych.

Drugi rozdział odnosi się do zagadnień ładu korporacyjnego (*corporate governance*) w bankach i jego związków z wartością tych instytucji. Podobnie jak w pierwszym rozdziale, tę część otwiera tekst, który jest swoistą zapowiedzią czy streszczeniem rozdziału; zawarto tu przykłady odnoszące się do nieprawidłowości w tym obszarze, skutkujących upadłością pojedynczych instytucji lub nawet kryzysem całego systemu (co może być dość mylące, wskazując tylko na negatywne aspekty wpływu ładu korporacyjnego na wartość przedsiębiorstwa bankowego).

Podrozdział pierwszy zatytułowano „Definicje ładu korporacyjnego”, co nie jest adekwatne do zawartości. Samej definicji bowiem poświęcono niewiele miejsca (ale nie twierdzę, że konieczna byłaby szersza prezentacja), natomiast omówiono różne koncepcje i teorie (zatem to tytuł podrozdziału jest zbyt wąski). Słusznie wskazano na brak idealnego polskiego odpowiednika angielskiej nazwy *corporate governance*, ale wskazano jedynie dwa określenia w naszym języku (ład korporacyjny i nadzór korporacyjny), a wiele opracowań posługuje się terminem „władztwo korporacyjne” (który ja także uważam za lepiej oddający istotę anglojęzycznego określenia). Olbrzymim zaskoczeniem jest dla mnie odwołanie się do zasad (kodeksów, dobrych praktyk) ładu korporacyjnego i przytoczenie wyłącznie dokumentu opracowanego przez polską giełdę papierów wartościowych (DPSN 2021). Po pierwsze, należało przede wszystkim odwołać się do pierwotnego (i poniekąd nadrzędnego) dokumentu, autorstwa G20/OECD². Po drugie, skoro rozprawa dotyczy banków, niezbędnym było przytoczenie

¹ Można tu wskazać wielu autorów zagranicznych (np. Black, Wright, Bachman, Davies; Fiordelisi, Molyneux; Mabblerley; Gross; Kirsten; Schuster; Hörter), ale także i polskich (np. Capiga, Gradoń, Szustak; Świdzki; Śledzik; Klimontowicz; Korzeb)

² Pierwsza ich wersja powstała w roku 1999, najnowsza została przyjęta w 2023 r. Ten dokument jest o tyle istotny, że to on był wzorem światowym dla podobnych kodeksów tworzonych później przez rozmaite organizacje, a po drugie – to właśnie on podkreśla konieczność dbałości o dobro interesariuszy, a nie tylko akcjonariuszy (poprzednie wersje dokumentu poświęcały temu zagadnieniu cały rozdział, obecna rozszerza go do szerszej kwestii *sustainability and resilience*). Co dziwne, Autorka przytoczyła jedną z wcześniejszych wersji dokumentu (2004), jednak tylko przywołując zawartą w nim definicję *corporate governance*.

kodeksów odnoszących się właśnie do tych instytucji³.

Prezentacja kluczowej dla tematu pracy odmienności (czy choćby specyfiki) tego zagadnienia w bankach została zaprezentowana w sposób niepełny (wybiórczy).

Tekst jest miejscami dość chaotyczny. Przykładowo, prezentację definicji *corporate governance* przerywa wtręt o analizach empirycznych wskazujących „na wady modelu skupionego na akcjonariuszach w stosunku do interesariuszy” (s. 51). Wywód o modelach ładu korporacyjnego jest przeplatany prezentacją różnych teorii *corporate governance*. Podrozdział o definicjach ładu korporacyjnego poświęca kilka stron na omówienie pewnej grupy badań empirycznych, choć im szerzej są poświęcone kolejne dwa podrozdziały.

Podrozdział drugi przedstawia wybrane badania empiryczne dotyczące zależności między ładem korporacyjnym (a dokładnie: niektórymi jego mechanizmami) a wartością rynkową banków, a trzeci – zawęży przegląd do zagadnień struktury akcjonariatu i wartości rynkowej tych podmiotów. Podobnie jak w pierwszym rozdziale, brakuje mi tu podejścia „od ogółu do szczegółu”: warto było najpierw wskazać kluczowe aspekty (zwłaszcza w powiązaniu z teorią czy choćby modelami ładu korporacyjnego) – najlepiej w podziale na najważniejsze mechanizmy *corporate governance*, a dopiero następnie przejść do enumeracji badań prezentowanych w literaturze w ramach poszczególnych zagadnień. W obecnej wersji tekstu Autorka „przeskakuje” pomiędzy zagadnieniami i – choć stara się dokonać systematyki w tabelach kończących rozdział – ta część pracy także pozostawia pewien niedosyt, tym bardziej, że bardzo zdawkowo potraktowano pewne zagadnienia, które – w moim przekonaniu – mieszczą się w obrębie tematu i celu rozprawy i mogły (powinny?) zostać szerzej omówione. Domyślam się, że to okrojenie zostało podyktowane przez przyjęty przez Doktorantkę zakres własnych badań empirycznych. W istocie powinno być odwrotnie: to własne badania projektowane są na podstawie dokonanego przeglądu literatury (i ew. obserwacji pewnych faktów, problemów czy prawidłowości w praktyce). Ewentualne zawężenie badań własnych do określonych aspektów wymaga wówczas wyjaśnienia. W przypadku podrozdziałów 2.2-2.3, podobnie jak to było przy podrozdziałach 1.2-1.3, zasadnym byłoby doprecyzowanie tytułów wskazaniem, że zawierają one przegląd wyników badań empirycznych.

Ogółem moja ocena rozdziału drugiego jest wyższa niż w przypadku pierwszego, ale i tu pozostaje pewien niedosyt. Pozytywnym aspektem jest to, że Doktorantka tym razem zaprezentowała podstawowe zagadnienia teoretyczne, choć ponownie podkreślę, że koncentracja przeglądu literatury na artykułach uniemożliwiła pełniejszą prezentację zagadnień istotnych dla tematu rozdziału. Także bowiem tematyka ładu (władztwa) korporacyjnego w instytucjach finansowych (w tym bankach) jest przedmiotem wielu opracowań książkowych. Ogółem część teoretyczna – jak już podkreśliłam – jest silnie ukierunkowana na część empiryczną (wręcz zawężona w taki sposób, by uwypuklić stricte te aspekty, które są przedmiotem autorskiego badania Doktorantki).

Część empiryczną pracy rozbito (słusznie) na dwa rozdziały.

Najdłuższy, **trzeci rozdział** zawiera opis metodyki badawczej oraz prezentację próby badawczej i zbudowanych modeli. Rozdział otwiera podrozdział, w którym sformułowano hipotezy badawcze. Punktem wyjścia było ponowne skrótkowe przedstawienie kluczowych pozycji literaturowych, w których badano interesujące Autorkę zależności, co jest podstawą do wyprowadzenia hipotez. Hipotezy odnoszą się do związków między obecnością właściciela większościowego a wartością rynkową banków oraz między obecnością akcjonariusza zagranicznego a wartością rynkową tych

³ Należało tu wskazać przede wszystkim zbiór zasad postulowanych przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (dokument z 2010 r., znowelizowany w roku 2015), a jeśli Autorka chciała zaakcentować także polskie wytyczne - także dokument KNF z 2014 r.: *Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*.

podmiotów. Dobrą decyzją było wysunięcie także hipotez szczegółowych, w których obydwa powyższe aspekty badano dodatkowo w kontekście dochodowości banków oraz ewentualnego powiązania z kryzysem finansowym. Jak już wcześniej zaznaczyłam, hipotezy są poprawnie sformułowane i jednoznacznie określają zakres dociekań, a także wskazują przypuszczenia co do kierunku ewentualnych zależności. Moją uwagę w tym miejscu przykuła kwestia powodu zawężenia badań nad aspektem powiązań między wartością banków a strukturą ich akcjonariatu wyłącznie do dwóch wąskich aspektów: występowania akcjonariusza większościowego oraz występowania akcjonariusza zagranicznego.

W odniesieniu do pierwszej kwestii zastanawia powód zawężenia badań wyłącznie do faktu istnienia akcjonariusza większościowego, a nie podjęto szerszego zagadnienia struktury akcjonariatu, w tym stopnia jej koncentracji (co można zbadać przykładowo wskaźnikiem HHI). Ponadto, zastanawia dlaczego akcjonariusza większościowego zdefiniowano jako tego, który posiada min. 50% udziałów (s. 79)⁴, podczas gdy praktyka dowodzi, że przy rozproszonym akcjonariacie już znacznie mniejszy pakiet pozwala na sprawowanie kontroli (dobrym przykładem jest największy polski bank: największy akcjonariusz PKO BP ma „tylko” 29,43% udziałów w głosach na wza, a bezsprzecznie sprawuje kontrolę nad tym podmiotem).

W przypadku drugiej hipotezy, po lekturze tekstu okazuje się, że jej sformułowanie nie jest w pełni precyzyjne: nie chodzi bowiem w ogóle o występowanie akcjonariusza zagranicznego, a jedynie takiego, który ma co najmniej 30% akcji. Autorka tłumaczy to stanowiskiem KNF z 2006 r. (nie wykazany w bibliografii). Stanowisko to oczywiście dotyczy wyłącznie rynku polskiego (a badanie dotyczy krajów Europy Środkowej i nie wspomniano czy podobne występują w innych krajach objętych analizą), odnosi się do wymogu ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji po przekroczeniu progu 33% udziałów w strukturze własności spółki. Autorka nie wyjaśnia znaczenia tego stanowiska dla zdefiniowania tej zmiennej zależnej ani dlaczego arbitralnie przyjęła w swoim badaniu próg 30%. W szerszym wymiarze aspekt objęty drugim obszarem badań Doktorantki budzi pytanie o powód zawężenia analiz wyłącznie do jednej kwestii specyfiki akcjonariuszy: innego kraju pochodzenia, podczas gdy innymi, bardzo ciekawymi kwestiami (także poddawanymi licznym badaniom empirycznym, na co zwrócono uwagę w drugim rozdziale) są przykładowo: występowanie akcjonariuszy instytucjonalnych (nie tylko na poziomie dającym kontrolę lub współkontrolę nad spółką), występowanie skarbu państwa jako akcjonariusza, dominująca pozycja akcjonariuszy indywidualnych (osób fizycznych) itd. Ponieważ o większości tych kwestii Autorka wspominała przytaczając w drugim rozdziale stosowne publikacje opisujące takie analizy, brakuje mi w pracy wyjaśnienia powodu zawężenia zarówno samych kwestii poddanych własnemu badaniu, jak i wprowadzenia progu ilościowego ograniczającego zakres tego badania.

Dodatkowo nieco niejasna jest kwestia hipotez szczegółowych dotyczących aspektu kryzysu finansowego. Nie znalazłam w rozprawie wystarczającego opisu jak uwzględniono ów aspekt (zważywszy na fakt, że tzw. globalny kryzys finansowy z lat 2007-10 wystąpił w różnych krajach w różnym okresie i zakresie).

Pomimo powyższych uwag, uznaję zakres przeprowadzonych badań za wystarczający, a Doktorantka na ogół zachowuje precyzję wypowiedzi⁵ w opisie samego badania i jego wyników oraz

⁴ Na marginesie: z definicji zmiennych (s. 116) wynika, że udział w kapitale, a należało uwzględnić udział w głosach na wza (z uwagi na ewentualne występowanie akcji uprzywilejowanych co do głosu ten aspekt jest ważniejszy niż udział w kapitale).

⁵ Przykładem odstępstw jest choćby zapis na s. 104, gdzie jest mowa o podziale banków według stopnia koncentracji własności (jedynie w nawiasie wyjaśniono, że jest to rozumiane płytko jako występowanie lub brak

wniosków z niego płynących. Jak jednak sygnalizowałam, cel główny rozprawy rodzi szersze oczekiwania co do zawartości rozprawy, stąd brak takiego wyjaśnienia nieco razi.

W drugim podrozdziale scharakteryzowano próbę badawczą. Jej zakres jest uzasadniony zidentyfikowaną luką badawczą (znikoma liczba badań z tego obszaru tematycznego odnoszących się do państw CEE). Bardzo pozytywnie oceniam zakres podmiotowy i czasowy: 58 banków z 11 krajów, w okresie 15 lat, 576 obserwacji rocznych (z uwzględnieniem zmian w liczbie banków notowanych na giełdzie w analizowanym okresie). W tym podrozdziale wskazano także źródła danych, wskazując cztery grupy. W odniesieniu do tej kwestii mam kilka pytań. Po pierwsze, na s. 85 Autorka wskazuje, że dane zostały zebrane przez zespół badawczy realizujący projekt badawczy, a przy tym podkreśla, że właśnie zastosowanie tych ręcznie zbieranych danych jest aspektem stanowiącym wkład do literatury przedmiotu; moje pytanie dotyczy roli Doktorantki w realizacji tego badania (w szczególności tego zadania). Po drugie, w odniesieniu do danych rynkowych wyjaśniono, że dla banków, które wycofano z giełdy, brakujące dane zaczerpnięto z bazy Orbis; moje pytanie dotyczy tego jakie to dane rynkowe pozyskano dla delistowanych podmiotów. Po trzecie, w odniesieniu do danych dotyczących struktury własności wskazano, że pochodziły one z „raportów rocznych banków lub innych źródeł finansowych” (w definicjach na s. 116 wskazano „źródła internetowe”); moje pytanie dotyczy tego jakie to były inne źródła, dlaczego nie skorzystano z modułu bazy Bankscope/Orbis zawierającego takie dane oraz czy w badaniu uwzględniono akcjonariusza ostatecznego (*ultimate shareholder*), czyli także własność pośrednią, czy tylko akcjonariuszy bezpośrednich (co byłoby znaczącym ograniczeniem badania).

W podrozdziale tym bardzo szeroko (w mojej ocenie nadmiernie – część opisu można było przenieść do aneksu) przedstawiono charakterystykę grup (z poszczególnych państw) banków poddanych badaniu, starając się każdorazowo opatrywać omawiane aspekty komentarzem. Owe komentarze niekiedy wybijają z rytmu wprowadzając dygresyjne aspekty (np. o porównaniu mierników wartości rynkowej banków z Europy Środkowej i USA), które ani nie są szerzej badane, ani nie przekładają się później na interpretację wyników badania czy wnioski z niego płynące. W tej części zdarzają się też błędy uniemożliwiające zrozumienie wyводу Autorki, np. na s. s. 97: „Gdy wartość księgową kapitału własnego znacznie przekracza jego wartość księgową, świadczyć to może o tym, że bank znajduje się w trudnej sytuacji finansowej lub jest bliski ogłoszenia upadłości”. Niektóre zapisy rodzą też szersze pytania o dobór próby badawczej. Przykładowo, na s. 100 „przedstawiono podstawową statystykę opisową dla koncentracji akcjonariatu”, wskazując, że maksymalną wartością dla zmiennej „Średni udział największego akcjonariusza” jest 100. Skoro badano banki giełdowe, zastanawia występowanie jedyne akcjonariusza (co zatem jest przedmiotem obrotu na giełdzie?); jako przykłady następnie podano banki, których jedynym akcjonariuszem jest państwo lub inny bank (s. 101).

Po bardzo obszernej prezentacji próby badawczej (w tym zwłaszcza statystyk dotyczących analizowanej grupy banków) w trzecim podrozdziale przedstawiono zastosowaną metodę badawczą⁶, a konkretnie: konstrukcje modeli wykorzystywanych do weryfikacji postawionych hipotez oraz definicje zastosowanych zmiennych (uzasadniając je poprzez odwołania do literatury). Zastosowane zmienne to część zmiennych stosowanych w badaniach opisanych w rozdziałach 1-2, każdorazowo zdefiniowano je⁷ oraz wskazano ich źródło.

akcjonariusza większościowego). Zdarzają się też przypadki rozszerzenia komentarzy w odniesieniu do koncentracji własności, tym bardziej - występowania akcjonariusza zagranicznego, bez doprecyzowania, że chodzi o udział pow. 30%).

⁶ Model statyczny dla danych panelowych z efektami losowymi

⁷ Definicje te nie rozwiewają jednak niejasności, o których pisałam powyżej.

W tym rozdziale należało też przedstawić samą procedurę badawczą – etapy badania empirycznego (które zawarto w kolejnym rozdziale). Być może Doktorantką powodowała w tym podziale troska o wyważenie objętości rozdziałów (choć te dwie strony nie uczyniłyby wielkiej różnicy, nadto można było rozważyć podział części empirycznej na trzy rozdziały – dotyczących: metodyki, charakterystyki próby i dyskusji wyników).

Wyniki badania oraz ich dyskusję przedstawiono w ostatnim, **czwartym rozdziale** pracy. Wyniki przedstawiono dla różnych specyfikacji modeli, uwzględniających różne zestawy zmiennych kontrolnych. Wyniki opatrzone stosownym komentarzem oraz wskazaniem zbieżności z wynikami niektórych innych badań przedstawianych w literaturze przedmiotu. Wyniki badania pozwoliły Autorce na weryfikację hipotez pozytywną w przypadku hipotez głównych i hipotez szczegółowych zawężających badanie do aspektu dochodowości oraz odrzucenie hipotez szczegółowych odnoszących się do aspektu roli kryzysu finansowego.

Ogółem moja ocena badania empirycznego jest wysoka, pomimo wskazanych pytań i zastrzeżeń (nie mają one charakteru fundamentalnego). Badanie zostało dobrze zaplanowane, w oparciu o wyniki przeglądu literatury; zastosowano adekwatną metodę i technikę badawczą, poprawnie wyведено wnioski, odpowiednio plasując je na tle badań prezentowanych w literaturze, a przy tym wskazując wartość dodaną własnych badań (wkład do literatury przedmiotu).

W **Zakończeniu** podsumowano rozważania snute w poszczególnych rozdziałach. Opis ten ponownie potwierdza spójność konstrukcji rozprawy i ukierunkowanie części teoretycznej na przegląd badań służący zaplanowaniu własnej analizy. Wskazano tu także dwa ograniczenia badania, przy czym w mojej ocenie tylko drugie z nich faktycznie jest ograniczeniem, a mianowicie wielkość próby badawczej (58 banków), co wynika z niewielkiej liczby banków giełdowych w analizowanych krajach (czego skutkiem jest nieznaczna liczba badań prezentowanych w artykułach w renomowanych czasopismach). Warto podkreślić, że ograniczenie to Autorka starała się zniwelować stosując długi okres analiz, a tym samym zwiększając liczbę obserwacji. Dodatkowo wskazuje jako kierunek dalszych badań uwzględnienie zarówno krajów Europy Zachodniej (utożsamiając je z gospodarkami rozwiniętymi), jak i Środkowej (można tu odpowiedzieć szerszą kwestią zbadania banków z gospodarek rozwiniętych i rozwijających się, nie zawężając tego do Unii Europejskiej ani kontynentu europejskiego). W przypadku natomiast pierwszego ograniczenia wskazano jedynie potencjalny kierunek dalszych badań, tj. uwzględnienie także innych aniżeli główny akcjonariusz. Jakkolwiek przyznaję, że jest to ograniczeniem badania, to jednak należy zauważyć, że był to (jak rozumiem) świadomy wybór Doktorantki dotyczący zawężenia badania⁸. Ograniczeniem na pewno jest jednak arbitralna decyzja o uznaniu za większościowego akcjonariusza wyłącznie podmiotu posiadającego co najmniej 50% udziałów w kapitale. Autorka poprzestaje na tych ograniczeniach, przedstawiając je przede wszystkim w kontekście możliwych dalszych badań, a nie czynników wpływających na możliwość wnioskowania w ogóle czy uogólniania wniosków. W mojej ocenie ograniczeń badania jest więcej. Przykładowo, jednym z ograniczeń są przyjęte miary wartości rynkowej, a także – w ramach stosowania jednej z nich - dyskusyjne utożsamienie wartości odtworzeniowej aktywów z ich wartością księgową (s. 96). Dodatkowo, prawdopodobnie ograniczeniem badania jest sposób ujęcia kryzysu finansowego (drugie hipotezy szczegółowe) – kryzys występował w różnych krajach w różnych latach i w różnym zakresie, co może istotnie wpływać na wyniki badania. Jak wcześniej wskazywałam, za ograniczenie uznaję też wąskie definicje zmiennych zależnych dotyczących akcjonariuszy (przyjęte

⁸ Jak najbardziej podzielam przy tym opinię, że zdecydowanie warto było przeprowadzić badanie dotyczące stopnia koncentracji akcjonariatu, a nie tylko faktu istnienia podmiotu, posiadającego min. 50% akcji.

przedziały ilościowe).

Niezależnie od powyższych uwag i wskazanych ograniczeń, moja całościowa ocena przede wszystkim badania empirycznego, ale i całej pracy, jest pozytywna. Wysoko oceniam badanie empiryczne, ale dostrzegam ułomności w prezentacji (i powiązaniu z empirią) zagadnień teoretycznych.

4. Wykorzystanie bibliografii

W pracy wykorzystano 246 pozycji literatury przedmiotu oraz dane z 9 stron internetowych giełd papierów wartościowych. Literatura to głównie źródła anglojęzyczne, niemal wyłącznie artykuły w czasopiśmie naukowych. Pominięto bardzo dużo kluczowych dla tematu pozycji książkowych – zarówno dotyczących samego zagadnienia wartości banku, jak i *corporate governance* w bankach. Jak wspominałam – wpływa to ujemnie na dokonany w pierwszym i drugim rozdziale przegląd literatury – na zakres i głębokość rozważań przeprowadzonych w tych rozdziałach (w szczególności ucierpiła prezentacja teorii dotyczącej wartości banku). Doktorantka skupiła się głównie na przeglądzie wyników badań empirycznych, w mniejszym stopniu koncentrując się na samej teorii. Takie podejście w znacznym stopniu ułatwia zaplanowanie własnego badania empirycznego, jednak ogranicza możliwości po pierwsze rozszerzenia go poza wątki podejmowane przez innych badaczy (a uwzględnione w wątkach teoretycznych), a po drugie – szerszej interpretacji i dyskusji wyników, a łącznie – rozbudowy teorii. Doceniam przeprowadzone przez Doktorantkę badania empiryczne, jednak zachęcam do poświęcenia większej uwagi samej teorii.

5. Uwagi formalne

Praca napisana jest dobrym językiem. Obecne są jednak błędy interpunkcyjne oraz (nieliczne) korektorskie (błędy typu „nie mogą być członkami rady nadzorczych” traktuję jako tzw. literówki, a nie błędy gramatyczne). Dostrzegalna jest dbałość o poprawność terminologiczną. Zdarzają się nieliczne nieprecyzyjne sformułowania czy ułomności typu „wartość księgową (...) opiera się na różnicy między aktywami i zobowiązaniami w postaci liczbowej” (s. 9 – czy wartość – jako kategoria finansowa - może być wyrażona w innej postaci niż liczbowo?) czy „opartą o założenia” (s. 50 – winno być „opartą na założeniach”).

Praca została sformatowana w sposób przejrzysty i czytelny. Dobrym uzupełnieniem tekstu są obiekty (37 tabel oraz 9 wykresów). Pod względem formalnym są sporządzone poprawnie i schludnie, są czytelne i stanowią dobrą syntezę. Zasadne było przeniesienie części tabel do aneksu (A.1-A.4).

6. Konkluzje

Podsumowując, do istotnych **zalet** rozprawy zaliczam:

- podjęcie bardzo ważnego tematu, o istotnym znaczeniu zarówno z punktu widzenia teorii, jak i praktyki,
- postawienie ważnych poznawczo celu badania i hipotez,
- dobrą, logiczną strukturę rozprawy, spójną z jej celem i hipotezami,
- szeroki przegląd i systematyzacja literatury omawiającej badania empiryczne dotyczące związków między wartością przedsiębiorstw (w tym banków) i władztwa korporacyjnego,
- bardzo dobre zaprojektowanie własnego badania empirycznego, z uwzględnieniem wniosków płynących z przeglądu literatury (wyników badań innych autorów),
- przeprowadzenie badania empirycznego na unikatowej bazie danych, stworzonej z

wykorzystaniem danych z innych baz oraz zgromadzonych ręcznie (choć w przypadku tej ostatniej kwestii nie wskazano jednoznacznie roli Autorki rozprawy),

- poprawne sformułowanie - na podstawie wyników badania - ważnych wniosków, mogących mieć znaczenie aplikacyjne,
- umiejętne wskazywanie znaczenia własnych badań w kontekście luk występujących w literaturze i uwypuklanie własnego wkładu do literatury przedmiotu.

Jak jednak wskazywałam, rozprawa ma też **mankamenty**; zaliczam do ich:

- niedostatki w prezentacji zagadnień teoretycznych (przegląd literatury w przeważającej części odnosi się jedynie do badań empirycznych), a w konsekwencji: poddanie badaniu empirycznemu drobnego wycinka zagadnień objętych tematem pracy oraz brak stosownej dyskusji w odniesieniu do wyników badania empirycznego w kontekście istniejących teorii,
- ograniczenie przeglądu literatury niemal wyłącznie do artykułów w czasopismach,
- brak wyjaśnienia powodów zawężenia badania empirycznego do 2 kwestii: tylko występowania inwestora większościowego (zamiast np. koncentracji akcjonariatu) oraz tylko występowania jednego typu akcjonariusza – zagranicznego; dodatkowo, dyskusyjne są definicje zmiennych niezależnych – odniesienie do udziału w kapitale (zamiast głosach) oraz przyjęte przedziały 50% i 30% udziału w definicji odpowiednio akcjonariusza większościowego i zagranicznego; definicje (opis) zastosowanych danych dotyczących akcjonariuszy są niedostatecznie precyzyjne,
- brak jednoznacznego wskazania udziału Doktorantki w realizacji zespołowych projektów badawczych, których efekty wykorzystano w rozprawie.

Niezależnie od tych ułomności, pracy moja ogólna jej **ocena jest pozytywna** – zalety rozprawy znacząco przeważają nad mankamentami. Pomimo wskazanych uwag, wysoko oceniam przeprowadzone badania empiryczne (w tym zgromadzenie danych), które pozwoliły na realizację celu pracy i umożliwiły weryfikację hipotez. Uznaję, Doktorantka wykazała się umiejętnością formułowania problemów badawczych, stosowania odpowiednich metod badawczych, analizy i syntezy. Stwierdzam, że Doktorantka dowiodła umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

Ogółem zatem, oceniając łączny poziom merytoryczny i warsztatowy recenzowanej rozprawy, w tym zawarte w niej oryginalne rozwiązanie problemu naukowego i wykazaną ogólną wiedzę teoretyczną Autorki w zakresie ekonomii i finansów, stwierdzam, że dysertacja mgr Katarzyny Kwiatkowskiej spełnia wymogi stawiane pracom doktorskim i zgłaszam wniosek o dopuszczenie jej do publicznej obrony.

