

Dr hab. Tomasz Jewartowski, prof. UEP
Katedra Finansów Przedsiębiorstw
Instytut Rachunkowości i Zarządzania Finansami
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Poznań, 7.08.2024

Recenzja rozprawy doktorskiej

mgr Katarzyny Kwiatkowskiej

pt. „Wartość rynkowa a struktura akcjonariatu banków w krajach Europy Środkowej”
przygotowanej pod kierunkiem dr hab. Katarzyny Byrki-Kity prof. US
oraz promotor pomocniczej dr Doroty Skąły

Podstawa formalna

Podstawą mojej recenzji jest uchwała nr 25/05/2024 Rady Naukowej Instytutu Ekonomii i Finansów Uniwersytetu Szczecińskiego (Wydział Ekonomii, Finansów i Zarządzania) z dnia 9 maja 2024r., na mocy której została mi powierzona rola recenzenta rozprawy doktorskiej w postępowaniu w sprawie nadania stopnia naukowego doktora nauk społecznych w dyscyplinie *ekonomia i finanse* mgr Katarzynie Kwiatkowskiej.

1. Uwagi dot. sformułowanego problemu badawczego, celu rozprawy i hipotezy badawczych

Recenzowana rozprawa dotyczy czynników kształtujących rynkową wartość banków z obszaru Europy Środkowo-Wschodniej (który doktorantka określa mianem Europy Środkowej), w szczególności czynników związanych ze strukturą własności (akcjonariatu) tych banków. Rozprawa mieści się zatem w dyscyplinie ekonomia i finanse, i należy ją lokować w popularnym i szerokim nurcie determinant wartości przedsiębiorstw (nie tylko banków).

Doktorantka stawia ogólną hipotezę, że struktura własności przedsiębiorstw (w tym banków) wpływa na ich wartość, odnosząc się m.in. do popularnej teorii agencji oraz mniej znanej w obszarze finansów teorii zasobowej. Doktorantka formułuje dwie główne hipotezy badawcze, zgodnie z którymi, w szczególności spodziewać się można pozytywnego związku „między obecnością [kontrolującego – TJ] akcjonariusza większościowego w strukturze własności banków a wartością rynkową banków” (H1) oraz „między obecnością [istotnego – TJ] akcjonariusza zagranicznego w strukturze własności banków a wartością rynkową banków” (H2).

Głównym celem rozprawy jest zasadniczo weryfikacja tak postawionych hipotez w odniesieniu do banków z regionu Europy Środkowo-Wschodniej (który w dalszej części recenzji będę określał skrótowo



z języka angielskiego mianem regionu CEE – *Central and Eastern Europe*), których akcje stanowią przedmiot obrotu giełdowego (banków publicznych).

Doktorantka stawia również dodatkowe hipotezy, które określiłbym mianem pobocznych (w tekście rozprawy używane jest pojęcie hipotez „pomocniczych”, choć nie są one potrzebne do realizacji głównego celu), co do sformułowania oraz weryfikacji których mam pewne zastrzeżenia.

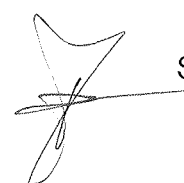
Te dwie dodatkowe hipotezy, mimo że podobne, są sformułowane inaczej od siebie i zupełnie inaczej weryfikowane. Według pierwszej z tych pobocznych hipotez, zależności pomiędzy obecnością kontrolującego akcjonariusza (oraz istotnego akcjonariusza zagranicznego) a wartością rynkową banków miałyby być inne w przypadku banków generujących zyski od banków generujących straty. Do końca nie rozumiem, czemu tak miałyby być – argumentacja doktorantki, przedstawiona na s. 80-81 oraz na s. 83-84 jest nieprzekonująca, a doktorantka nie odnosi się w niej do żadnej teorii ani do wyników badań prowadzonych na innych rynkach, choć wydaje się, że można byłoby tu nawiązać w szczególności do teorii agencji i konfliktu interesów pomiędzy akcjonariuszem większościowym i akcjonariuszami mniejszościowymi i możliwościami „wywłaszczenia” akcjonariuszy mniejszościowych w bankach generujących wysokie zyski. Ale wówczas hipoteza powinna brzmieć odwrotnie niż ta ostatecznie przyjęta przez doktorantkę.

Co więcej, sposób sformułowania tej hipotezy zarówno w odniesieniu do kontrolującego akcjonariusza większościowego (H1a), jak również w odniesieniu do akcjonariusza zagranicznego (H2a) jest dość zaskakujący, bo hipotezy te nie różnią się niczym od głównych hipotez H1 i H2, z wyjątkiem tego, że zostały zawężone do banków generujących zyski. Dla lepszego zobrazowania przytoczę tu bezpośrednio hipotezy H1 i H1a (przypadku hipotez H2 i H2a sytuacja wygląda identycznie):

H1 (s. 79): *Istnieje dodatni związek pomiędzy obecnością akcjonariusza większościowego w strukturze własności banków a wartością rynkową banków.*

H1a (s. 81): *Istnieje dodatni związek pomiędzy obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową w bankach wykazujących zyski.*

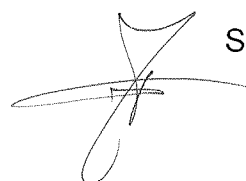
Hipotezy te nie różnią się niczym od siebie, a druga w zasadzie sugeruje, że zależność może być inna, ale w bankach generujących straty (?), tyle że tego akurat doktorantka nie weryfikuje. Nie rozumiem tego zabiegu, tym bardziej, że liczba obserwacji dla banków przynoszących zyski stanowi aż 82% wszystkich obserwacji. Doktorantka pisze, że do tej pory „w literaturze nie zidentyfikowano prac analizujących związki między koncentracją akcjonariatu a wartością rynkową, w zależności od dochodowości banku. Analiza ta stanowi zatem wartość dodaną niniejszej pracy”. Wydaje mi się to pewnym nadużyciem.



Według drugiej hipotezy pobocznej analizowane zależności pomiędzy obecnością kontrolującego akcjonariusza (oraz istotnego akcjonariusza zagranicznego) a wartością rynkową banków miałyby być inne (ale nie co do kierunku, tylko siły czy istotności) w okresach kryzysów gospodarczych. W tym przypadku wyjaśnienia doktorantki wydają się bardziej przekonujące. Kryzys jest tu traktowany jako zmienna moderująca zależności, a w ramach weryfikacji hipotez (ostatecznie odrzuconych przez doktorantkę) wykorzystywane są zmienne interakcyjne - typowe dla analizy ze zmiennymi moderującymi.

Podsumowując tę część recenzji, pozytywnie oceniam wybór problematyki badawczej, ze względu na niemalejące wciąż zainteresowanie czynnikami kształtującymi wartość przedsiębiorstw, w tym banków. Coraz częściej w tego typu badaniach analizuje się wpływ czynników związanych z nadzorem korporacyjnym i strukturą własności, a takich opracowań brakuje w odniesieniu do banków, w szczególności z regionu CEE (poza nielicznymi wyjątkami, m.in. często w pracy przytaczanym opracowaniem Fang i in. z 2014). Pewien niedosyt może jednak budzić brak pełniejszego uzasadnienia dla wyboru regionu CEE. W zasadzie doktorantka motywuje to tylko brakiem badań uwzględniających ten region, poza wspomnianym już opracowaniem Fang i in. (2014). Tymczasem to właśnie w regionie CEE następowały w ostatnich dekadach zmiany w strukturze własnościowej banków, a większość banków ma „rodowód” banków państwowych, z czego duża część jest nadal kontrolowana przez państwo. W rozprawie zabrakło nie tylko odniesienia do tych kwestii przy uzasadnieniu wyboru przedmiotu rozprawy, ale również – do czego się jeszcze odniosę – braku szczegółowej analizy wpływu kontrolujących akcjonariuszy na wartość banków w zależności od charakteru kontrolującego akcjonariusza (państwo, akcjonariusz indywidualny lub rodzina, inny bank, itp.). Dodatkowo, sektor bankowy w tym regionie wydaje się relatywnie odporny na globalne zawirowania na rynkach finansowych, a wiele banków z regionu (w tym z Polski) cechuje się ponadprzeciętnymi wskaźnikami adekwatności kapitałowej. Jest prawdopodobnie więcej różnic, także w odniesieniu do polityki inwestycyjnej banków z regionu CEE, co może wpływać na analizowane zależności, ale doktorantka takiego porównania nie prezentuje.

Główny cel rozprawy został sformułowany jasno i w sposób typowy dla prac empirycznych – jest nim bowiem weryfikacja dwóch podstawowych, klarownie sformułowanych i możliwych do weryfikacji hipotez. Zdecydowanie niżej oceniam sposób sformułowania, a w zasadzie zasadność uwzględnienia pierwszej z dwóch hipotez pobocznych.



2. Uwagi dot. struktury pracy i przeglądu literatury

Praca składa się z wstępu, czterech rozdziałów oraz zakończenia zawierającego przede wszystkim podsumowanie uzyskanych wyników badań empirycznych. Pierwszy rozdział to swoiste wprowadzenie dotyczące determinant wartości banków, które doktorantka dzieli na makroekonomiczne (obejmujące również czynniki związane z regulacjami sektorowymi) i wewnątrzbankowe. Bardzo wysoko oceniam zawartość tego rozdziału, prezentującego m.in. bardzo szczegółowy przegląd literatury, w tym literatury zawierającej wyniki wcześniejszych badań empirycznych. Efekty tego przeglądu prezentowane są w bardzo przystępny sposób w postaci tabel (1.2; 1.3; 1.6). Nie do końca jasne jest dla mnie jedynie uwzględnienie czynników ESG w części dotyczącej determinant makroekonomicznych, skoro prezentowane treści dotyczą indywidualnej polityki banków w zakresie ESG („zaangażowania banków w działalność ESG”).

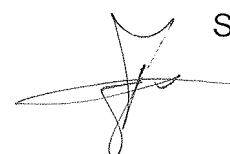
Drugi rozdział poświęcony jest ładu (nadzorowi) korporacyjnemu (corporate governance). Przedstawione w tym rozdziale efekty przeglądu literaturowego również oceniam wysoko, ale zasadniczo tylko ostatni punkt tego rozdziału (2.3 Struktura akcjonariatu a wartość rynkowa banków) dotyczy bezpośrednio przedmiotu rozprawy.

W rozdziale trzecim doktorantka przybliży zastosowaną w badaniach metodykę oraz prezentuje próbę badawczą. Ostatni z rozdziałów zawiera wyniki badań empirycznych, prowadzonych na podstawie informacji dotyczących 58 giełdowych banków z regionu CEE w latach 2007-2021.

Struktura rozprawy jest logiczna i typowa dla prac o charakterze empirycznym. Jedyne, czego zabrakło, a co współcześnie powinno charakteryzować każdą pracę o charakterze empirycznym w obszarze nauk ekonomicznych, to odrębny rozdział (lub podrozdział) zawierający testy odporności uzyskanych wyników – odniosę się jeszcze do tego w dalszej części recenzji.

3. Uwagi dot. źródeł danych, próby badawczej i zmiennych uwzględnionych w badaniach

Zakres wykorzystanych danych przez doktorantkę stanowi jedną z najmocniejszych stron rozprawy. Doktorantka prowadzi badania w oparciu o: dane rynkowe, w tym dane z giełd pozwalające jej na konstrukcję miar odnoszących się do wartości banków, tj. wskaźnika MTB (market-to-book) i wskaźnika Q Tobina, dane finansowe ze sprawozdań banków, dane dotyczące struktury własności analizowanych banków i dane makroekonomiczne. Dane te zostały pozyskane z różnych źródeł, a część z nich była uzupełniana indywidualnie przez doktorantkę na podstawie informacji upublicznianych przez banki i giełdy. Doktorantka włożyła ogromny wysiłek na stworzenie bazy umożliwiającej jej przeprowadzenie koniecznych badań empirycznych, co należy docenić. Próba badawcza obejmuje 58 banków, których

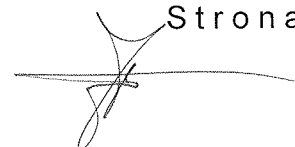


akcje były przedmiotem obrotu w latach 2007-2021 na jednej z giełd państw regionu CEE (11), które są aktualnie (ale nie przez cały analizowany w rozprawie okres) członkami Unii Europejskiej. Warto to również docenić, ponieważ międzynarodowa próba badawcza zawsze będzie miała przewagę nad badaniami prowadzonymi na próbach „lokalnych” ze względu na możliwości w zakresie generalizowania uzyskanych wyników.

Pozytywnie oceniam dobór zmiennych do przeprowadzonych badań empirycznych, w tym zmiennych zależnych odnoszących się do wartości banków (wskaźniki MTB oraz Q Tobina), podstawowych zmiennych objaśniających odnoszących się do struktury własności, a także zmiennych kontrolnych przyjętych na podstawie prezentowanego wcześniej przeglądu wyników innych badań. Warto docenić, że doktorantka wykorzystała dwie różne zmienne objaśniane, choć przypuszczam (nie mogę mieć pewności, bo doktorantka nie przedstawiła w rozprawie wyników korelacji między zmiennymi), że istnieje istotna bardzo silna korelacja między obydwoma miarami. Jest tak dlatego, że w przypadku banków (a także w wyniku przyjętej metody liczenia wskaźnika Q Tobina, gdzie jako wartości odtworzeniowe aktywów przyjmuje się ich wartości księgowe) zróżnicowanie wskaźnika Q Tobina wynika przede wszystkim ze zróżnicowania składowych ujętych właśnie we wskaźniku MTB (czyli głównie kapitalizacji spółki/banku).

Pomiar dwóch głównych zmiennych objaśniających, tj. przyjęcie do modelu zmiennych binarnych dla banków, w których akcjonariusz większościowy posiada co najmniej 50% akcji do oceny wpływu koncentracji własności na wartość banku (do weryfikacji pierwszej hipotezy) oraz w których występuje akcjonariusz zagraniczny posiadający co najmniej 30% akcji (do weryfikacji drugiej hipotezy), będzie zawsze dyskusyjne. Rodzą się tu oczywiście dwa pytania: dlaczego zmienne binarne i dlaczego takie progi? Jest też i trzecie pytanie, dlaczego liczba akcji, a nie liczba głosów, skoro w tym regionie wykorzystywane są różne mechanizmy zwiększające tzw. klin pomiędzy prawami do głosu a prawami do zysków (przeptywów), chociażby akcje o wyższym parytecie głosów.

Doktorantka częściowo uzasadnia tak wysoko przyjęte progi (m.in. wskazując na ogromną koncentrację własności w sektorze bankowym regionu CEE – Tabela 2.2.) oraz przyjęty sposób pomiaru (odnosząc się do innych badań), ale zasadniczo powinna również – w ramach testów odporności – dokonać pomiaru głównych zmiennych objaśnianych w oparciu o alternatywne sposoby i przedstawić syntetycznie informację o uzyskanych w ten sposób wynikach, tym bardziej, że dla samej tylko koncentracji własności w literaturze wykorzystuje się co najmniej kilka alternatywnych miar, o których też we wcześniejszych rozdziałach doktorantka wspomina (np.: indeks Herfindahla- Hirschmana, udział trzech największych akcjonariuszy, itd.).



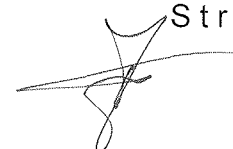
Jeśli chodzi o pomiar pozostałych zmiennych kontrolnych, mam jedno zastrzeżenie odnoszące się do zdefiniowania i pomiaru zmiennej identyfikującej okresy kryzysu, ale odniosę się do tego w części poświęconej weryfikacji hipotez.

4. Ocena stopnia realizacji celów – weryfikacji hipotez

Do weryfikacji hipotez doktorantka posłużyła się powszechnie wykorzystywaną w takich badaniach analizą regresji, przy czym parametry modeli regresji szacowane były w oparciu o model panelowy z efektami losowymi, ale z efektami stałymi dla poszczególnych lat obserwacji. Uzasadnienie wyboru tego modelu (m.in. konieczność uwzględnienia zmiennych „niezmiennych w czasie”) można przyjąć za wystarczające.

Przeprowadzone badania, których wyniki zawierają tabele 4.4 (wpływ kontrolującego akcjonariusza większościowego) oraz 4.6 (wpływ istotnego akcjonariusza zagranicznego) dały podstawę do pozytywnej weryfikacji postawionych głównych hipotez. Doktorantka wyciąga poprawne wnioski na podstawie wyników tych badań, realizując tym samym główny cel rozprawy. Znajduje istotną dodatnią zależność między obecnością kontrolującego akcjonariusza większościowego (posiadającego min. 50% akcji banku) a wartością banku aproksymowaną wskaźnikami MTB i Q Tobina. Podobnie wygląda sytuacja w przypadku obecności w akcjonariacie istotnego akcjonariusza zagranicznego, choć nie wiadomo czy jest on w każdym analizowanym przypadku akcjonariuszem kontrolującym, czy tzw. blockholderem mniejszościowym.

Weryfikacji hipotezy pobocznej o znaczeniu dochodowości dla kształtowania się obydwu wykazanych zależności doktorantka dokonuje poprzez eliminację z próby obserwacji dla banków, które w poszczególnych latach z całego analizowanego okresu wygenerowały straty (ok. 18% obserwacji). Swoją drogą całkiem możliwe, że te obserwacje dotyczą wyników banków w okresach kryzysów, ale doktorantka tego nie weryfikuje. Nie jest dla mnie jasne dlaczego doktorantka robi to w ten sposób, zamiast poprzez uwzględnienie zmiennej interakcyjnej, jak w odniesieniu do drugiej pobocznej hipotezy. Nie rozumiem też czemu przyjmuje zmienną binarną (zysk/strata), zamiast zmiennej ciągłej, np. wskaźnika ROA, ale jak zaznaczyłem już wcześniej w recenzji w ogóle nie jest dla mnie jasne co doktorantka chce w ten sposób weryfikować. W każdym bądź razie na tak (nieznacznie) ograniczonej próbie doktorantka obserwuje takie same zależności, co w przypadku całej próby, uznając, że tym samym zweryfikowała pozytywnie hipotezę, że *istnieje dodatni związek pomiędzy obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową w bankach wykazujących zyski*. Nie wiadomo czy taki związek istnieje w podpróbie banków generujących straty, bo tego doktorantka nie weryfikuje. Moim zdaniem



ta część rozprawy niczego istotnego nie wnosi. Podobnie, jak w odniesieniu do obecności akcjonariusza zagranicznego w bankach generujących zyski.

W przypadku drugiej hipotezy pobocznej, o moderującym wpływie kryzysu na kształtowanie relacji pomiędzy udziałami akcjonariusza kontrolującego (niezależnie od typu) oraz zagranicznego a wartością banku, problemem wydaje się być samo zdefiniowanie kryzysu. Doktorantka włącza do modelu zmienną interakcyjną, której składową jest zmienna binarna identyfikująca lata „kryzysowe” (takie same dla wszystkich analizowanych banków niezależnie od kraju). Odrzuca hipotezę o moderującym wpływie kryzysu, nie znajdując (z jednym wyjątkiem) istotnych zależności dla zmiennych interakcyjnych. Tyle tylko, że uwzględnienie kryzysu w analizie poprzez identyfikację lat występowania „globalnego” kryzysu - jest co najmniej dyskusyjne, z kilku powodów:

- 1) Po pierwsze, doktorantka za lata kryzysowe przyjmuje lata 2007, 2008 i 2009, co jest bardzo dyskusyjne, bo kryzys finansowy rozpoczął się pod koniec 2007r. i trwał do 2009r., ale na zagregowanych danych rocznych nie widać efektów kryzysu w 2007r. (wysokie roczne tempo PKB w większości gospodarek na świecie i duże zwroty z indeksów giełdowych). Przyjęcie wszystkich tych lat za lata kryzysowe prowadzi do kuriozalnych wniosków. Z analizy wyników modelu regresji nr 1 zaprezentowanego w tabeli 4.10 (s. 139) wynika bowiem, że jest bardzo silna dodatnia zależność pomiędzy zmienną objaśniającą „KRYZYS” a zmienną objaśnianą (wartość banków). Doktorantka – co warto podkreślić – sama zwraca na to uwagę, ale nie prowadzi jej to do konstatacji, że może powinna inaczej ująć kryzys w swoich badaniach.
- 2) Po drugie, czy globalny kryzys finansowy, który rozprzestrzenił się z amerykańskiego rynku kredytów subprime poprzez sekurytyzowane aktywa na inne regiony i dotknął wielu instytucji finansowych poza USA (w tym w Europie Zachodniej i Azji) miał takie znaczenie dla banków regionu CEE? W Polsce w wyniku tego kryzysu nie upadł żaden bank. Przypuszczam, że w pozostałych krajach regionu mogło być podobnie.
- 3) Po trzecie, kompletnie nie rozumiem, czemu doktorantka pomija rok 2020 (pandemia), w którym nastąpił największy spadek globalnego PKB od wielkiej depresji lat 30. (zdecydowanie większy niż w 2009r. w konsekwencji kryzysu finansowego) i w którym nawet polski PKB uległ zmniejszeniu w przeciwieństwie do okresu kryzysu finansowego, kiedy to pozostawaliśmy „zieloną wyspą”.

Wobec takich kontrowersji doktorantka powinna zastosować alternatywny sposób uwzględnienia kryzysu w swojej analizie i robi to, analizując spadki PKB w poszczególnych 11 krajach, z których pochodzą analizowane banki. To podejście wydaje się poprawniejsze, a w wyniku jego zastosowania



doktorantka również nie znajduje żadnych istotnych zależności pomiędzy zmienną interakcyjną a zmienną objaśnianą i ostatecznie odrzuca hipotezę o moderującym wpływie kryzysu na analizowane główne zależności.

Podsumowując tę część recenzji uważam, że główny cel rozprawy, czyli weryfikacja dwóch podstawowych hipotez badawczych, został w moim przekonaniu osiągnięty, a doktorantka pozytywnie zweryfikowała obydwie hipotezy w oparciu o właściwie dobrane narzędzia. Dwie poboczne hipotezy niewiele wniosły do całej rozprawy, a zasadność uwzględnienia pierwszej z nich budzi duże wątpliwości.

5. Inne uwagi krytyczne

Największym mankamentem rozprawy jest brak testów odporności. Wydaje się, że doktorantka powinna zastosować takie testy przynajmniej w odniesieniu do:

- a) podstawowych zmiennych objaśniających - przyjmując alternatywne sposoby ich pomiaru, o czym już wcześniej pisałem;
- b) próby badawczej – poprzez wyłączenie z próby Polski (ok. 30% wszystkich obserwacji) unikając tym samym potencjalnych zarzutów o możliwość obarczenia wyników błędem ze względu na dobór próby (*country bias*). Doktorantka we wstępnej części pracy pisze nawet o tym, że wskaźniki MTB czy Q Tobina mogą się różnić pomiędzy krajami (w obrębie tych samych branż). Niestety, nie prezentuje średnich wartości tych wskaźników dla poszczególnych krajów regionu CEE, ale jeżeli w Polsce istotnie różniłyby się one od pozostałych krajów, to uzyskany efekt mógłby być inny po wyłączeniu jej z próby. Doktorantka sama bowiem pisze (s. 102-103), że udział obserwacji z kontrolującym większościovym akcjonariuszem oraz istotnym akcjonariuszem zagranicznym w Polsce należy do jednego z wyższych w całej próbie.

W rozprawie brakuje też pójścia „o krok dalej” poprzez szczegółową analizę typów akcjonariuszy większościowych oraz zagranicznych. Ciekawe byłoby zweryfikowanie chociażby tego, czy znalezione przez doktorantkę zależności są podobne, czy różnią się, w przypadku, gdy np. kontrolującym akcjonariuszem większościowym jest państwo, czy podmiot prywatny, np. inny (zagraniczny) bank. Doktorantka traktuje grupy akcjonariuszy za homogeniczne, a przecież tak raczej nie jest, nawet w obrębie jednego typu (np. akcjonariuszy instytucjonalnych).

Rozprawa zawiera też mniej istotne błędy i niedociągnięcia, nie wpływające jednak na moją ogólną ocenę, które jednak z obowiązku tutaj wskażę:



Oczywiste pomyłki:

s. 88 – W Tabeli 3.2 doktoranta prezentuje dane, z których wynika, że praska giełda miałaby rzekomo mieć prawie dwukrotnie większą kapitalizację niż giełda warszawska (534 mld EUR w 2021r.), co jest absurdalne (w rzeczywistości kapitalizacja giełdy warszawskiej jest kilkukrotnie wyższa). Ten błąd jest potem powielany na kolejnych wykresach, w których uśredniane są dane dotyczące kapitalizacji giełd w regionie CEE oraz podawane relacje kapitalizacji do PKB, itp. Błąd ten wynika prawdopodobnie z przyjęcia wartości liczbowej w koronach czeskich za wartości liczbowe w euro (jako źródło danych doktorantka podaje opracowanie własne na podstawie informacji ze stron internetowych giełd). Błąd ten mógłby też wynikać z przyjęcia za kapitalizację danej giełdy nie tylko sumy kapitalizacji krajowych spółek, co jest powszechnym standardem, ale również dodanie do takiej sumy kapitalizacji spółek notowanych na innych giełdach, które na giełdzie praskiej oferują instrumenty na zasadzie cross-listingu, ale dla których giełda praska nie jest pierwotnym rynkiem (primary market). W takim wypadku byłby to poważniejszy błąd niż zwykła pomyłka, bo w ten sposób nie porównuje się kapitalizacji giełd.

Nielogiczne sformułowania:

s. 41 : (...) *Nowa emisja akcji przyczynia się do wzrostu kapitału własnego, a tym samym do wzrostu wskaźnika ROE (...)*

Błędy w oznaczeniu danych:

Z wykresu 3.4 (s. 95) wynika, że średnia i mediana ROA wynosiła w 2007r. prawie 150%, a w przynajmniej kilku latach sięgała 100%. To jest po prostu niemożliwe - w opisie na osi wykresu jest błąd.

Niedociągnięcia:

Tabela ze statystyką opisową bez podania jednostek! (s. 114)

Podsumowanie i ocena końcowa

Główny cel rozprawy, czyli weryfikacja dwóch podstawowych hipotez badawczych, został w moim przekonaniu osiągnięty, a doktorantka pozytywnie zweryfikowała obydwie hipotezy w oparciu o właściwie dobrane narzędzia i źródła danych. Do najmocniejszych stron rozprawy można zaliczyć:

- jasno określony przedmiot i cel pracy oraz klarownie przedstawione i odpowiednio podbudowane teoretycznie dwie główne hipotezy badawcze;
- obszerny przegląd literatury, którego wyniki w bardzo przystępny sposób zaprezentowane zostały w formie tabel;
- wartościowa baza danych powstała przy wykorzystaniu różnych źródeł informacji uzupełnianych indywidualnie przez doktorantkę;



- właściwie dobrane narzędzia badawcze oraz poprawny dobór zmiennych w badaniach empirycznych;
- właściwie wnioskowanie w oparciu o wyniki analiz statystyczno-ekonometrycznych.

Do słabszych stron należałoby zaliczyć:

- brak testów odporności;
- nie do końca jasno określony cel uwzględnienia hipotez pomocniczych (pobocznych), w szczególności pierwszej z nich (liczę, że będę mógł uzyskać więcej wyjaśnień podczas obrony);
- brak bardziej pogłębionych analiz, uwzględniających chociażby typy akcjonariuszy większościowych czy zagranicznych (jestem ciekaw oczekiwań doktorantki chociażby w odniesieniu do wpływu państwa jako kontrolującego akcjonariusza na wartość banków w regionie CEE);
- brak „merytorycznego” uzasadnienia wyboru krajów regionu CEE i porównania banków z tego regionu z bankami z krajów bardziej rozwiniętych.

Konkluzja

W mojej ocenie rozprawa doktorska pt. *„Wartość rynkowa a struktura akcjonariatu banków w krajach Europy Środkowej”* przygotowana przez Panią mgr Katarzynę Kwiatkowską, spełnia wymogi Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. *Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce* (Dz.U. z 2023 r. poz. 742 ze zm.) stawiane rozprawom doktorskim i stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego. W związku z powyższym wnoszę do Rady Naukowej Instytutu Ekonomii i Finansów Uniwersytetu Szczecińskiego o jej przyjęcie i dopuszczenie do publicznej obrony.

