Warszawa, 7 marca 2023 r.

dr hab. Agata Adamska, prof. SGH
Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji
Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Magdaleny Kuźmy pt. *Instytucje formalne nadzoru korporacyjnego a wyniki ekonomiczne spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*

(dziedzina: nauki społeczne, dyscyplina: ekonomia i finanse)

Rozprawa została napisana na Wydziale Ekonomii i Finansów Uniwersytetu w Białymstoku. Promotorem jest dr. hab. Grażyna Michalczuk, prof. UwB, a promotorem pomocniczym dr Aneta Kargol-Wasiluk. Recenzja została przygotowana w wyniku decyzji Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu w Białymstoku (pismo prof. dr hab. Marzanny Poniatowicz, Przewodniczącej Rady z dnia 16 stycznia 2023 roku).

1. Ocena trafności podjętej problematyki badawczej i jej oryginalności

Ład korporacyjny (*corporate governance*) stanowi jeden z ważnych nurtów nowej ekonomii instytucjonalnej. Rozwój teorii w jego obrębie idzie w parze ze strukturalnymi zmianami w systemach gospodarczych, a znaczenie *corporate governance* jest szczególnie widoczne podczas kolejnych kryzysów. *Corporate governance* pozwala zrozumieć przyczyny zachowania zarówno wielkich korporacji, jak i mniejszych przedsiębiorstw oraz przesłanki dokonywanych przez nie wyborów. Uzasadnienia eksplanacyjnej roli *corporate governance* można poszukiwać w jego powiązaniu z instytucjami formalnymi i nieformalnymi oraz ich oddziaływaniem na podejmowane przez interesariuszy decyzje i ich konsekwencje. W tym kierunku poszły rozważania Doktorantki, która przedmiotem swoich dociekań uczyniła zależności między instytucjami formalnymi a wynikami finansowymi przedsiębiorstw. Podejście to jest już obecne w literaturze przedmiotu, zarówno odnoszącej się do problemu w skali makro, jak i mikro. Brakowało jednak tak drobiazgowej analizy wielu różnych instytucji

formalnych odnoszących się do polskich spółek publicznych oraz umieszczenia jej wyników w kontekście wcześniejszych, bardziej fragmentarycznych badań. Pod tym względem można uznać rozprawę doktorską za oryginalną i stanowiącą uzupełnienie istniejącego zasobu wiedzy z obszaru ekonomii i finansów.

2. Ocena prawidłowość układu pracy i podziału treści

Recenzowana rozprawa jest bardzo obszerna, liczy 406 stron. Doktorantce udało się jednak precyzyjnie podzielić prezentowane treści na jednorodne tematycznie części i tym samym uniknąć zbędnych powtórzeń, co zasługuje na docenienie.

Zasadnicza treść dysertacji zawiera wstęp, pięć rozdziałów oraz zakończenie. We *Wstępie* scharakteryzowany został zakres tematyczny rozprawy, zaprezentowano w nim też cele, hipotezy i metody badawcze oraz strukturę pracy. Rozdziały pierwszy i drugi, zatytułowane odpowiednio *1. Przedsiębiorstwo w ujęciu nowej ekonomii instytucjonalnej* oraz *2. Nadzór korporacyjny z perspektywy instytucjonalnej*, pełnią funkcję teoretycznego wprowadzenia do pozostałych części pracy. Obok charakterystyki kluczowych z punktu widzenia problemu badawczego pojęć: instytucji i nadzoru korporacyjnego, w rozdziałach tych znalazły się odniesienia do wybranych elementów teorii zaliczanych do nowej ekonomii instytucjonalnej, w szczególności nurtu *corporate governance* a także nawiązania do wyników wybranych badań. Ostatni podrozdział w tej, wprowadzającej, części pracy – *2.3. Wpływ wybranych mechanizmów nadzoru korporacyjnego na funkcjonowanie przedsiębiorstw* – stanowi formę jej podsumowania, mającego zarysować kontekst przeprowadzonych badań własnych. Obydwa rozdziały wstępne napisane zostały na podstawie obfitej literatury przedmiotu i ustrukturyzowane w sposób logiczny od zagadnień bardziej ogólnych do bardziej szczegółowych, co ponownie zasługuje na pozytywną ocenę. Pewnym mankamentem jest brak odniesienia do istotnego z punktu widzenia celów i tezy dysertacji pojęcia „wyników ekonomicznych". Nie ma ani wyjaśnienia tego niejednoznacznego przecież określenia, ani jego zdefiniowania na użytek rozprawy czy opisu przyjętych sposobów operacjonalizacji jego pomiaru oraz rozważań nad konsekwencjami przyjmowania różnych miar.

Rozdział trzeci (*3. Polski model nadzoru korporacyjnego na tle porównawczym*) otwiera część badawczą rozprawy. Scharakteryzowane w nim zostały systemy/modele (Autorka posługuje się tymi pojęciami zamiennie) amerykański, brytyjski, niemiecki i polski. Wskazane zostały pewne podobieństwa tych systemów i występujące między nimi różnice. Zwrócono też uwagę na zróżnicowany zakres ogólnie dostępnych danych zbiorczych,

wynikający z przykładania większej wagi, w ramach poszczególnych systemów, do innych elementów . Porównanie systemów przybrało więc postać analizy pośredniej, jako że nie było dostatecznej bazy konkretnych, twardych danych liczbowych niezbędnych do dokonania bezpośrednich porównań . Najszerzej został zaprezentowany polski model nadzoru, co znajduje uzasadnienie w celach rozprawy. Duża część analizy poświęcona została uwarunkowaniom prawnym, które Autorka słusznie wiąże z kształtowaniem się instytucji formalnych. Pewien dysonans w kontekście spójności całej rozprawy stanowi prezentowanie stanu prawnego aktualnego w dniu 31 lipca 2022 r., podczas gdy analizowane w rozdziałach 4. i 5. dane odnoszące się do konkretnych spółek pochodzą z 2019 r. Całości rozdziału trzeciego dopełnia konkluzja (s. 183-184), która jednak nawiązuje do zaprezentowanych treści jedynie w luźny sposób i ma w dużej mierze charakter życzeniowych ogólników.

W zaprezentowanej analizie pojawiło się też wiele bardziej szczegółowych uchybień. Przykładowo, tylko na stronie 183 można znaleźć następujące stwierdzenia: „*Na początku funkcjonowania GPW notowano na niej 9 spółek, (...)*”; „*Średnie tempo wzrostu kapitalizacji giełdy w latach 1991–2019 wyniosło 87,0%, co oznacza, że spółki akcyjne coraz częściej korzystają z możliwości pozyskania kapitału do finansowania działalności za pośrednictwem rynku kapitałowego.*”; „*Jednak w porównaniu do Deutsche Börse AG, London Stock Exchange Group, NASDAQ i NYSE jej* [GPW] *znaczenie w procesie nadzoru jest najbardziej ograniczone. Łączny udział GPW w kapitalizacji giełd światowych w latach 2017*[759]*–2019 wyniósł 0,2%, podczas gdy wymienionych powyżej giełd odpowiednio: 2,3%–2,7%, 4,5%–7,0%, 11,8%–13,8% oraz 24,8%–26,7%.*”. Trudno także znaleźć uzasadnienie utożsamiania struktury własności akcji ze strukturą udziału inwestorów w obrotach akcjami (s. 181-182).

Rozdział trzeci budzi zatem mieszane odczucia – z jednej strony wpasowuje się on dobrze w logikę układu całej pracy, treść jest dobrze ustrukturyzowana, zaprezentowano wiele różnorodnych danych pochodzących z licznych materiałów źródłowych, z drugiej zaś zabrakło w nim precyzji w formułowaniu ocen zarówno na poziomie analizy przedstawionych danych, jak i podsumowania całości.

Dwa ostatnie rozdziały dysertacji zawierają wyniki przeprowadzonych przez Autorkę badań dotyczących poszczególnych instytucji nadzoru korporacyjnego na poziomie mikro. Rozdział 4. zatytułowany *Instytucje formalne nadzoru korporacyjnego wykorzystywane w spółkach notowanych na giełdzie papierów wartościowych w warszawie – wyniki badań własnych* poświęcony został charakterystyce badanej próby spółek. Po przedstawieniu metodyki badania (podrozdział 4.1), w tym bardzo obszernej listy mierników związanych z instytucjami formalnymi (tabela 4.2), w kolejnych podrozdziałach Doktorantka przystąpiła do

drobiazgowej prezentacji uzyskanych wyników. Według Autorki na specjalną uwagę zasługują dwa obszary nadzoru korporacyjnego, którym poświęciła oddzielne podrozdziały: relacje akcjonariuszy ze spółką (*4.2. Struktura własnościowo-kontrolna oraz aktywność akcjonariuszy na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy*) oraz funkcjonowanie rady nadzorczej (*4.3. Rada nadzorcza*). Rozdziałowi piątemu (5. *Instytucje formalne nadzoru korporacyjnego spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych w warszawie a ich wyniki ekonomiczne − rezultaty badań własnych*) nadano analogiczną strukturę jak rozdziałowi czwartemu z modyfikacjami wynikającymi z uwzględnienia dodatkowego elementu analizy – wyników finansowych badanych przedsiębiorstw. Taki układ obu rozdziałów podkreślający spójność i konsekwencję prowadzonych badań zasługuje na uznanie.

Rozdziały 4 i 5 cechuje również drobiazgowość opisu, która niestety nie została wsparta elementami syntezy pozwalającymi na sformułowanie wniosków ogólnych, mogących stanowić formę podsumowania zaprezentowanych rozważań. Każdy miernik instytucji nadzoru korporacyjnego poddawany był oddzielnie analizie rozkładu (w rozdziale 4.) oraz analizie korelacji z miernikami wyników finansowych w kolejnych parach (w rozdziale 5.). W sumie, jak podkreśliła Doktorantka, „przeanalizowano łącznie 368 związki pomiędzy wymienionymi wskaźnikami" (s. 326). Do każdego z tych cząstkowych elementów analizy statystycznej dodane zostało proste wyjaśnienie zaobserwowanych wyników, bez odnoszenia się do współzależności z innymi przeanalizowanymi oddzielnie miarami. Zabrakło więc próby pogłębienia analizy w kierunku pokazania współzależności między instytucjami nadzoru finansowego w poszczególnych spółkach, chociażby w powiązaniu z wielkością podmiotu. Przykładowo, należy oczekiwać, że udział członków niezależnych i liczba komitetów są powiązane z liczebnością rady nadzorczej, a ta z kolei zależy od skali działania spółki. Doktorantka, niestety, nie próbowała identyfikować tego typu relacji ani w postaci wielowymiarowej analizy statystycznej, ani nawet w przekrojowej interpretacji otrzymanych pojedynczych wyników. Zabrakło również choćby cienia refleksji nad konsekwencjami uwzględnienia wyników finansowych tylko z jednego roku (ryzyko systematyczne), czy porównywania wyników spółek operujących w różnych branżach (ryzyko specyficzne). Poszukiwanie jednoznacznych cząstkowych wyjaśnień doprowadziło nie tylko do sformułowania wniosków obejmujących budzące wątpliwości związki przyczynowo-skutkowe (np. czy rozproszony akcjonariat spółki publicznej jest przyczyną gorszych wyników finansowych?), ale i do spłycenia perspektywy *corporate governance* (np. pominięcie prywatnych korzyści kontroli, czy konsekwencji różnic w racjonalności grupowej i indywidualnej).

Oba końcowe rozdziały budzą zatem, podobnie jak wcześniejsza część rozprawy, ambiwalentne odczucia: zawierają one bardzo dużo różnorodnych danych i cząstkowych analiz (co trzeba oczywiście docenić), jednak bez uwzględnienia powiązań między poszczególnymi wynikami oraz przy nadmiernych uproszczeniach w poszukiwaniu wyjaśnienia zaobserwowanych zależności.

Całość rozprawy wieńczy *Zakończenie*, zawierające rekapitulację wyników w kontekście postawionych hipotez oraz zalecenia dotyczące przyszłych badań. Te ostatnie można, niestety, odczytywać w kontekście niedostatków recenzowanej dysertacji.

Reasumując należy stwierdzić, że konstrukcja pracy jest dobrze przemyślana – poszczególne rozdziały są ze sobą powiązane, tworząc logiczny układ: najpierw zagadnienia teoretyczne i bardziej ogólne, potem bardziej szczegółowe. Nieco gorzej należy ocenić wypełnienie tego schematu treścią, w szczególności przyjęty sposób narracji mający formę relacji w dużej mierze pozbawionej syntezy. Natomiast wstęp i zakończenie dobrze spełniają swoje zadanie, tworząc ramy dysertacji porządkujące ją pod względem formalnym i merytorycznym.

3. Ocena metodyki badań

Pani mgr Magdalena Kuźma wykazała się znajomością metodyki prowadzenia badań. W rozprawie nie tylko przedstawione zostały w przejrzysty sposób ramy koncepcyjne procesu badawczego, ale i podporządkowano mu całą konstrukcję pracy, co pozwoliło na konsekwentne prezentowanie jego kolejnych etapów. Doktorantka określiła problem badawczy, sformułowała cele i odpowiadający im zestaw hipotez, scharakteryzowała metody badawcze, sposób doboru próby oraz metody analizy pozyskanych danych. Całość zakończyło omówienie wyników badań.

Dysertacja oparta została na dość bogatym materiale źródłowym – bibliografia liczy około 700 pozycji, obejmujących zarówno opracowania naukowe, jak i akty prawne oraz inne materiały. Cytowane publikacje mają w dużej mierze charakter międzynarodowy, co wzmacnia wrażenie wystarczającej podstawy literaturowej. W dysertacji wykorzystano różnorodne źródła danych wtórnych, które posłużyły do analizy empirycznej. Przedmiotem analizy były zarówno różne systemy ładu korporacyjnego, jak i poszczególne instytucje formalne w kontekście wyników konkretnych spółek.

Doceniając zarówno poprawne ustrukturyzowanie badań, jak i staranne, zakrojone na szeroką skalę studia wykonane metodą *desk research*, trudno nie zauważyć pojawiających się dość licznie mankamentów. Ich wyliczanie można rozpocząć od dwunastu celów

szczegółowych, stanowiących uzupełnienie celu głównego, które są sformułowane albo niezręcznie (np. *2. Osadzenie teorii nadzoru korporacyjnego na gruncie nowej ekonomii instytucjonalnej*), albo nieprecyzyjnie (*9. Zidentyfikowanie zależności pomiędzy różnymi charakterystykami odnoszącymi się do funkcjonowania rady nadzorczej spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie a ich wynikami ekonomicznymi*). Duża liczba celów szczegółowych znalazła odzwierciedlenie w nadmiernie rozbudowanej liczbie zbyt drobiazgowych hipotez, która z kolei doprowadziła do rozdrobnienia badań i utrudniła syntezę wyników.

Metoda badań (*desk research*) i metody analizy danych (statystyki opisowe i testy korelacji) są spójne z celami i hipotezami. Niepokojące jest jednak stworzone przez Doktorantkę wrażenie, że to metoda określała zakres badań (a być może nawet całej dysertacji) a nie odwrotnie. Wrażenie to potęguje przewijający się w pracy pogląd, że do badań instytucji nieformalnych mogą służyć wyłącznie badania kwestionariuszowe (nazywane ankietami).

Z bardziej szczegółowych uwag odnoszących się już konkretnie do analiz statystycznych należy zwrócić uwagę na pomijanie istotności w interpretacji otrzymywanych wyników, wyodrębnianie zmiennych zależnych i niezależnych przy badaniu wyłącznie korelacji, która ze swojej istoty nie wskazuje na kierunek zależności oraz pominięcie jakichkolwiek zmiennych kontrolnych.

Należy zatem ocenić, że Doktorantka dobrze opanowała umiejętność pozyskiwania danych, ich strukturyzowania i jednoczynnikowej analizy, w tym z wykorzystaniem narzędzi statystycznych. Nie wykazała natomiast skłonności do pogłębiania analiz, bardziej przekrojowego spojrzenia i poszukiwania więcej niż jednego prostego wyjaśnienia obserwowanych zjawisk. W konsekwencji potencjał zgromadzonych danych pozostał w dużej mierze niewykorzystany. Z drugiej strony zademonstrowała zdolność do zachowania dyscypliny w realizacji poszczególnych etapów badań i konsekwencję w postępowaniu zgodnie z przyjętą koncepcją.

4. Ocena poprawności formalno-językowej, stylistycznej i interpunkcyjnej

Od strony formalnej praca przygotowana została z uwzględnieniem zwyczajowo przyjętych reguł. Struktura pracy jest właściwa, poszczególne części wyraźnie wyodrębnione i odpowiednio ponumerowane. Tekst uzupełniają liczne tabele i wykresy, których wykazy zostały zamieszczone na końcu pracy. Opis bibliograficzny cytowanych źródeł przedstawiono w podziale na trzy kategorie: publikacje zwarte, akty prawne i źródła elektroniczne. Pomimo

obszerności tekstu Doktorantce udało się zachować należytą staranność w zakresie formy, począwszy od właściwej numeracji wszystkich wyodrębnionych części pracy, obiektów ilustracyjnych i przypisów, poprzez precyzyjny opis cytowanych źródeł do dbałości o precyzyjną paginację, a nawet spójność fontów. W konsekwencji praca stwarza wrażenia bardzo uporządkowanej.

Strona językowa budzi nieco zastrzeżeń. Z jednej strony bowiem zachowano gramatyczną i interpunkcyjną poprawność zdań, a nawet starannie zweryfikowano pisownię poszczególnych słów, co doprowadziło do eliminacji powszechnego problemu „literówek", z drugiej zaś Autorka wykazała się dezynwolturą w zakresie semantyki. W pracy naukowej stosowana nomenklatura, szczególnie z zakresu dyscypliny i samej metodyki badań, ma ogromne znaczenie. Przykładowo „naruszanie" zasad kodeksów ładu korporacyjnego oznacza co innego, niż „niestosowanie" tych zasad, a „dług publiczny" to nie korporacyjne rynkowe papiery dłużne. Również zamienne stosowanie pojęć mechanizm i instytucja, system i model, wskaźnik i miernik, wynik ekonomiczny i wynik finansowy, bywa mylące. Bez wyjaśnienia pozostaje też kilkukrotnie powtórzona fraza „rynek kapitałowy i rynek kontroli". Przykłady niefrasobliwości można, niestety, mnożyć.

5. Konkluzja

Pomimo zgłoszonych uwag recenzowana dysertacja zasługuje na ocenę pozytywną. Podkreślić należy spójność struktury oraz docenić zakres przeprowadzonych przez Doktorantkę badań. Podstawowy mankament rozprawy stanowi natomiast brak krytycznej oceny prezentowanych treści. Wydaje się, że ten element warsztatu badacza Doktorantka będzie musiała doskonalić, chcąc w przyszłości prowadzić dalszą pracę naukową.

Rozprawa przygotowana przez mgr Magdalenę Kuźmę, pt. *Instytucje formalne nadzoru korporacyjnego a wyniki ekonomiczne spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, spełnia wymogi określone w art. 13. Ustawy z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (t.j. Dz.U. 2017 poz. 1789 ze zm.). Tym samym rozprawa może stanowić podstawę do ubiegania się o nadanie stopnia naukowego doktora nauk społecznych w dyscyplinie: ekonomia i finanse. Wnoszę zatem o jej dopuszczenie do publicznej obrony.

Adamska