

Recenzja pracy doktorskiej mgr Olgi Krzeczewskiej pt. „Znaczenie informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w wybranych sektorach”, napisanej pod kierunkiem dr hab. prof. uczelni Radosława Pastusiaka oraz promotora pomocniczego dr Michała Soliwody

Ogólna charakterystyka pracy

Recenzowana dysertacja składa się ze wstępu, czterech rozdziałów i zakończenia. Pierwszy rozdział ma charakter teoretyczny, następne dwa: empirycznie – teoretyczny, zaś rozdział czwarty ma charakter wybitnie empiryczny. Praca doktorska liczy łącznie 258 stron i została napisana na podstawie ponad 327 książek i artykułów naukowych, a ponadto wykorzystano w niej akty prawne (36), raporty i sprawozdania (240), źródła internetowe i prasowe (21) i inne źródła (18).

Recenzowana praca koncentruje się na ocenie znaczenia informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w sektorach, w których miało miejsce złożenie wniosku o upadłość na przykładzie polskiego rynku giełdowego, w krótkim interwale czasowym. Dane zdarzenie może oddziaływać w tym samym kierunku na stopy zwrotu spółek doświadczających zdarzenia (i jednocześnie ogłaszających stosowaną informację o tym fakcie) lub w segmencie spółek nieogłaszających, poddanych tzw. efektowi zarażania lub też w segmencie spółek konkurencyjnych, do spółki ogłaszającej informację.

Doktorantka stawia w dysertacji trzy hipotezy główne:

H1: Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółkę giełdową powoduje powstanie zwykłych stóp zwrotu w przypadku spółek ogłaszających.

H2: Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółkę giełdową powoduje powstanie zwyżkowych stóp zwrotu u konkurentów sektorowych.

Hipoteza ta została rozbita na dwie hipotezy cząstkowe:

H2.1: Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość ze względów ostrożnościowych powoduje u konkurentów sektorowych dominację efektu zarażania.

H2.2: Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość ze względów na sytuację finansową nierokująca poprawy powoduje u konkurentów sektorowych dominację efektu konkurencyjności.

H3: Na poziom średnich zwyżkowych stóp zwrotu dla konkurentów sektorowych w wyniku złożenia wniosku o upadłość istotnie wpływają cennych sektora.

Poruszana w dysertacji problematyka jest rzadko prezentowana w polskim piśmiennictwie naukowym, dlatego też należy podkreślić jej unikatowość i oryginalność.

Charakterystyka poszczególnych rozdziałów pracy

Rozdział 1.

W rozdziale tym Autorka koncentruje się na prawno – ekonomicznych aspektach upadłości przedsiębiorstw w Polsce, prezentując wiele definicji upadłości stosowanych w literaturze przedmiotu oraz zmiany przepisów prawnych, jakie miały miejsce na przestrzeni lat. Ponadto ukazane zostały ekonomiczne aspekty upadłości z punktu widzenia przedsiębiorstwa, w tym miejsce upadłości przedsiębiorstwa w cyklu jego życia. Zamieszczone zostały także ekonomiczno – prawne skutki upadłości przedsiębiorstwa.

Rozdział 2.

Rozdział ten dedykowany jest problematyce skutków, jakie mają miejsce na styku: upadające przedsiębiorstwo – jego otoczenie, bliższe i dalsze. W tym celu Autorka omawia cykl życia sektora, miary koncentracji sektora (str. 74), schemat pięciu sil Portera. W dalszej części rozdziału przedstawia analizę liczby upadłości i restrukturyzacji w latach 2016-2020 w wybranych sektorach (produkcja, handel, budownictwo, transport i pozostałe) – jest to analiza na poziomie makro. W kolejnym podrozdziale zamieszcza podobną analizę (w tych samych latach, tj. 2016-2022), ale w podziale na sektory, wyodrębniane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. GPW w Warszawie dokonuje podziału spółek na trzech poziomach szczegółowości - od 02.01.2017 r. jeden podział obowiązuje dla spółek notowanych

na Rynku Głównym GPW, NewConnect oraz na Catalyst. W powyższej analizie rok 2016, jako początek okresu badania, został wybrany z uwagi na wejście w życie Ustawy Prawo Restrukturyzacyjne (z dnia 15 maja 2015 r.), a rok 2020 z uwagi na późniejsze pogorszenie koniunktury wywołane ekonomicznymi skutkami pandemii Covid-19. Dobór okna analizy uważam za prawidłowy i dobrze uzasadniony.

Rozdział 3

W tej części pracy Autorka skupia się na oddziaływaniu informacji o upadłości na spółki, których ta upadłość bezpośrednio nie dotyczy, w celu określenia determinant, jakie warunkują takie oddziaływanie i czy taka informacja wpływa na inne podmioty rynku za pomocą określonych kanałów. Zaprezentowano problematykę efektywności informacyjnej rynku kapitałowego oraz dokonano przeglądu literatury w zakresie efektów wywołanych przez złożenie wniosku o upadłość. Autorka słusznie rozważa hipotezę rynku adaptacyjnego (*Adaptive Market Hypothesis*), która stara się pogodzić wnioski płynące z teorii EMH (*Efficient Market Hypothesis*) oraz argumenty podnoszone przez krytyków EMH. W dalszej części zaprezentowano warunki przekazywania informacji bieżących i okresowych przez spółki, których akcje są notowane na GPW w Warszawie, a w szczególności w zakresie informacji związanych z upadłością emitenta, aby w kolejnej części pracy omówić aspekty zjawiska zarażania na rynku finansowym oraz efektu domina i efektu konkurencyjności.

Rozdział 4.

Rozdział ma charakter empiryczny, w którym zamieszczone zostały badania dotyczące upublicznienia efektów wywołanych upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółkę giełdową w Polsce na stopy zwrotu z akcji spółek konkurencyjnych. Próba badawcza obejmowała spółki polskie notowane na Rynku Głównym GPW w Warszawie i została przeprowadzona dla okresu sierpień 2016 – grudzień 2020 r. Próba badawcza objęła 18 zdarzeń dotyczących 17 spółek, jakie złożyły wniosek o upadłość, z podziałem na spółki które złożyły taki wniosek, pomimo jednoczesnego procedowania wniosku o restrukturyzację oraz na spółki deklarujące trudności finansowe lub spółki, w przypadku których umorzony został przez sąd wniosek o restrukturyzację (sytuacja finansowa nie rokuje poprawy). W wyniku przeprowadzonej argumentacji, do badan wybrany został jednowskaźnikowy model Sharpe'a, okno kalkulacji oczekiwanych stóp zwrotu ustalone zostało na 200 sesji. Następnie Autorka kalkuluje skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu (CAAR) oraz posługując się

testem Warnera i Browna (*Crude Dependence Adjustment Test*), tworzy statystykę t oraz model CAAR(0,1) (str. 190-191) w którym po przetestowaniu dziewięciu zmiennych, opiera dalsze badania na dwu. W dalszej kolejności zaprezentowane zostały wyniki obliczeń wraz z omówieniem rezultatów badania w kontekście weryfikacji postawionych hipotez.

Pozytywnie oceniam dobór próby, okna czasowego, metod badawczych, w tym zastosowanych testów statystycznych – wszystkie one zostały szeroko opisane w pracy i odpowiednio uargumentowane.

Zaprezentowana w dysertacji literatura przedmiotu jest imponująca, dotyczy to głównie rozdziałów od pierwszego do trzeciego. Doktorantka doskonale porusza się w tej tematyce, przytaczając zarówno literaturę krajową jak i zagraniczną.

Układ pracy, argumentacja dotycząca stosowanych metod badawczych sprawiają wrażenie głęboko przemyślanych, stanowiąc spójną całość.

Uwagi krytyczne - spostrzeżenia

Z pewnym zaskoczeniem przyjąłem niestandardowy układ pracy. Zamiast klasycznego podziału: część teoretyczna – część praktyczna, jedynie pierwszy rozdział ma charakter teoretyczny, a dwa pozostałe teoretyczno – empiryczny, zaś czwarty – wybitnie empiryczny. Jednak Doktorantka umiejętnie przeplatała treści teoretyczne z empirycznymi, stwarzając bardzo interesującą pracę.

Stawiam pod znakiem zapytania czy używane powszechnie w pracy sformułowanie „zwykłe stopy zwrotu” jest najbardziej odpowiednim. Być może „dodatnie stopy zwrotu” byłoby lepszym? Mam podobne wątpliwości przy używaniu frazy „obrót informacją...” (np. str. 120). Może to sugerować, że jest jakiś rynek, na którym dochodzi do handlu takimi informacjami. Chodzi tutaj raczej o upublicznienie informacji i jej przekazywanie niż o sam „obrót”.

Na str. 156 czytamy „Na rynku kapitałowym sytuację, gdy ogłoszona informacja oddziałuje nie tylko na stopy zwrotu z akcji spółek ogłaszających, ale także na stopy zwrotu z akcji spółki...”. Ogłoszona informacja ma wpływ na ceny takich akcji, a przez nie - na stopy zwrotu, natomiast na same stopy zwrotu nie oddziałuje.

Na str. 164 podana została statystyka dla spółek objętych badaniem, które zgłosiły wniosek o ogłoszenie upadłości, w tym dotyczące średniej wartości aktywów, medialny wartości aktywów, przeciętnego odchylenia od średniej wartości aktywów, średniej kapitalizacji tych

spółek oraz średniego odchylenia od niej, średniego zadłużenia spółek etc. Mam wątpliwości czy tego typu dane statystyczne mają sens, z uwagi na fakt, iż są to spółki działające w różnych branżach, o różnych okresach działania. Jeśli już taka charakterystyka zostaje zaprezentowana, powinna zostać opatrzona właściwym komentarzem.

W objaśnieniu do wzoru 5 (str. 173) może zamiast zapisu „Cena opóźniona o K okresów” lepszym byłby „Cena sprzed K okresów”?

Na str. 175 nieprecyzyjne jest sformułowanie „...lub duże przejęcie spółki, dodatkowo ...” – nie wiadomo co to znaczy „duże”?

Reasumpcja

Recenzowana dysertacja doktorska jest dziełem dojrzałym, które powstało po gruntownej analizie przedmiotu, szerokich studiach literaturowych, właściwym zaplanowaniu układu pracy oraz hipotez badawczych, i w konsekwencji ich weryfikacji. Łatwo zauważyć, że Doktoranta doskonale wie co osiągnąć w swoim doktoracie i konsekwentnie realizuje to zadanie. Takie wnioski nasuwają się po przeanalizowaniu tej pracy. Niestandardowy jest też układ rozdziałów: teoria, empiria-teoria, empiria-teoria i empiria, ale w ostatecznym rachunku, jest to bardzo dobre podejście.

Wskazane w recenzji uwagi/ komentarze, mają na celu jedynie doprecyzowanie pewnych nielicznych i być może dyskusyjnych uwag lub spostrzeżeń.

Wniosek

Recenzowaną dysertację oceniam bardzo wysoko, jako bardzo poprawnie napisaną, z właściwie postawionymi hipotezami, szerokim przeglądem literatury przedmiotu i zwięzłą dyskusją otrzymanych, bardzo ciekawych rezultatów badań empirycznych. Na uwagę zasługuje fakt, że praca podejmuje nietłwą i rzadko wybieraną tematykę, co dodatkowo zwiększa jej stopień trudności (i atrakcyjności).

Dlatego też:

- 1. Uprzejmie proszę o dopuszczenie jej do dalszych etapów postępowania o nadanie Pani magister Oldze Krzeczewskiej stopnia doktora w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.**
- 2. Stawiam wniosek o wyróżnienie tej pracy doktorskiej.**



