

Lublin, dn. 28.07.2023 r.

**dr hab. inż. Artur Paździor, prof. uczelni**

Katedra Finansów i Rachunkowości

Wydział Zarządzania

Politechnika Lubelska

### **Recenzja rozprawy doktorskiej**

Pani mgr Olgi Krzeczewskiej

pt. „Znaczenie informacji o upadłości dla kształtowania się  
stóp zwrotu z akcji w wybranych sektorach”

napisanej pod kierunkiem naukowym

dra hab. Radosława Pastusiaka, prof. UŁ

oraz promotora pomocniczego:

dra Michała Suliwody

### **Wstęp**

Przedłożona do recenzji praca doktorska składa się ze wstępu, czterech rozdziałów i zakończenia. Objętość rozprawy wynosi 258 stron (243 strony pracy oraz 15 stron załączników i spisów). Spis bibliografii obejmuje łącznie 350 pozycji, z czego 327 to publikacje zwarte i artykuły w czasopismach naukowych, 36 akty prawne, 37 raporty i sprawozdania, 21 źródła prasowe i internetowe, 18 stanowią natomiast inne źródła.

Dokonując recenzji rozprawy doktorskiej mgr Olgi Krzeczewskiej za punkt odniesienia przyjąłem art. 187 ust. 1 i 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. *Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce* (Dz.U. z 2022 r. poz.574 ze zm.).

Na podstawie treści zawartych w wymienionym akcie prawnym, recenzja obejmuje następujące elementy:

1. Określenie trafności wyboru i oryginalności problemu badawczego podjętego w rozprawie
2. Ocena poprawności i kompletności celów oraz hipotez badawczych
3. Ocena poprawności struktury rozprawy
4. Ocena stopnia zaawansowania zawartej w rozprawie wiedzy teoretycznej z zakresu nauk ekonomicznych i nauk pokrewnych
5. Ocena formalnej strony rozprawy
6. Ocena znajomości metodologii badań oraz przyjętych i zastosowanych metod badawczych
7. Ocena znajomości, doboru, analizy i interpretacji źródeł literaturowych oraz źródeł i danych empirycznych
8. Ocena umiejętności poprawnego i przekonującego przedstawienia uzyskanych przez doktoranta wyników
9. Wskazanie dobrych stron (zalet) rozprawy i jej głównych wad
10. Wskazanie, do której z następujących kategorii Recenzent zalicza rozprawę

**1. Ocena trafności wyboru i oryginalności problemu badawczego podjętego w rozprawie**

Celem nadrzędnym funkcjonowania przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej jest generowanie korzyści ekonomicznych dla właścicieli oraz możliwie szerokiej grupy innych interesariuszy. Cel ten nie może być jednak realizowany bez zachowania płynności finansowej, która należy do najistotniejszych obligatoryjnych celów o charakterze operacyjnym. W teorii i praktyce finansów znane są liczne sposoby pomiaru i monitorowania płynności. Okazuje się jednak, że korzystanie z nich nie zawsze w pełni odzwierciedla rzeczywistą zdolność do terminowego regulowania zadłużenia. Przyczyną takiego stanu jest to, że na ogólną kondycję finansową mają wpływ czynniki, które nie zawsze są odzwierciedlone w powszechnie stosowanych wskaźnikach płynności. Biorąc pod uwagę powyższe, na przestrzeni ostatnich dziesięcioleci można było zaobserwować różne propozycje modeli, których celem było wczesne wykrycie zagrożenia upadłością. Zagadnienie to jest zatem bardzo dobrze znane, na co wskazuje relatywnie długa historia znanych modeli zarówno polskich, jak i zagranicznych oraz liczba publikacji naukowych traktujących o tej tematyce.

Mimo mnogości wymienionych modeli, problematyka nie wydaje się do końca wyczerpana. Dzieje się tak dlatego, że zdecydowana większość modeli zagrożenia upadłością opiera się na danych historycznych pozyskanych ze sprawozdań finansowych spółek. Z uwagi na ich historyczny kontekst, możliwość przewidzenia i skutecznego zareagowania na zbliżające się symptomy zagrożenia upadłością w praktyce gospodarczej wydają się mocno ograniczone.

Kolejnym problemem związanym z istniejącymi modelami jest to, że wiele z nich nie uwzględnia specyfiki wielkościowej (poza m.in. modelami Altmana), własnościowej, formy prawnej czy profilu działalności. To sprawia, że ich uniwersalna implementacja wydaje się być merytorycznie nieuzasadniona. Podobnie sytuacja prezentuje się w odniesieniu do typowych wskaźników powszechnie znanych i stosowanych w analizie finansowej przedsiębiorstw, które nierzadko wykorzystywane są bezkrytycznie w odniesieniu do podmiotów o różnej wielkości i odmiennej specyfice działalności. W konsekwencji, diagnoza sytuacji finansowej przedsiębiorstwa nie uwzględniająca wymienionych aspektów bywa niejednokrotnie mało miarodajna, a czasami wręcz niepoprawna merytorycznie. Za przykład można podać optymalne poziomy statycznych wskaźników płynności finansowej, które dla spółek przemysłowych są diametralnie różne niż dla firm z sektora handlowego.

Właściwa ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa oraz zdiagnozowane na tej podstawie prawdopodobieństwo zagrożenia upadłością nie jest zatem wbrew pozorom zadaniem prostym i uniwersalnym. Unikalność każdej działalności gospodarczej sprawia, że oderwane od tego kontekstu analizy stają się bezwartościowe.

W dobrze funkcjonującej, nowoczesnej gospodarce rynkowej przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać środki finansowe na różne sposoby, wykorzystując do tego celu finansowanie własne (wewnętrzne i zewnętrzne), dłużne oraz hybrydowe. Wraz z rozwojem rynku kapitałowego także w Polsce dostępność różnych źródeł i form finansowania będzie rosła. Zwiększy się także prawdopodobnie liczba spółek publicznych, których kondycja finansowa będzie przedmiotem zainteresowań szerokiej grupy interesariuszy. Stąd, problematykę upadłości spółek akcyjnych notowanych na giełdzie uznać należy za pożądany kierunek badań naukowych. Błędem byłoby jednak dokonanie bezkorekcyjnej implementacji modeli dyskryminacyjnych znanych i testowanych na potrzeby spółek niepublicznych, czy też wykorzystywanych do oceny zagrożenia upadłością spółek publicznych notowanych na rozwiniętych rynkach kapitałowych, o długiej historii giełdowej i ponad stuletniej tradycji rynkowej. Tego mankamentu nie można dostrzec w recenzowanej dysertacji, która stanowi



swego rodzaju skoordynowaną synergię pomiędzy istniejącym zasobem wiedzy teoretycznej i empirycznej. Tematyka pracy mieści się w luce badawczej, która dotyczy roli informacji o upadłości spółek w podejmowaniu decyzji przez inwestorów giełdowych.

Mając na uwadze powyższe, podjętą w pracy tematykę należy uznać za atrakcyjną naukowo i empirycznie, a także aktualną.

## **2. Ocena poprawności i kompletności celów oraz hipotez badawczych**

Głównym celem rozprawy była „ocena znaczenia informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w sektorach, w których wystąpiło złożenie wniosku o upadłość na przykładzie polskiego rynku giełdowego w krótkim okresie czasu”.

Cel główny pracy został uzupełniony o następujące cele cząstkowe:

1. Przedstawienie znaczenia zjawiska upadłości w kontekście prawnoekonomicznych uwarunkowań w Polsce.
2. Wskazanie znaczenia cech sektorowych dla funkcjonowania przedsiębiorstw pod kątem analizowanego zjawiska upadłości.
3. Identyfikacja determinant, które warunkują, jak informacja o upadłości może wpływać na inne podmioty na rynku.
4. Określenie, jak informacja o upadłości oddziałuje na spółkę ogłaszającą (składającą wniosek o ogłoszenie upadłości) w warunkach polskiego rynku giełdowego.
5. Ocena oddziaływania informacji o upadłości na spółki nieogłaszające (konkurentów sektorowych spółki ogłaszającej).
6. Ocena oddziaływania informacji o upadłości na spółki nieogłaszające w zależności od wybranych cech sektorowych.

Tak sformułowane cele nie budzą zastrzeżeń i świadczą o wnikliwości badawczej doktorantki. Noszą także znamiona poszukiwania szerszego kontekstu związków przyczynowo-skutkowych związanych ze zjawiskiem upadłości przedsiębiorstw.

W korespondencji do postawionych celów autorka sformułowała trzy hipotezy główne (H1, H2, H3), a dla hipotezy H2 postawiła dwie hipotezy cząstkowe (H2.1 i H2.2):

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

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

*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 względu na sytuację finansową nierokującą poprawy powoduje u konkurentów sektorowych dominację efektu konkurencyjności.*

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

Przedstawione cele i hipotezy badawcze stanowią spójną całość teoretycznych i empirycznych rozważań związanych z realizacją celu głównego pracy. Wszystkie hipotezy główne oraz dwie hipotezy szczegółowe nie budzą zastrzeżeń i świadczą o docieklivosti badawczej doktorantki.

Podsumowując, tematyka rozważań prowadzonych w pracy jest naukowo interesująca dla teorii, jak i praktyki finansów. Zakres prowadzonych badań i różnorodność zastosowanych metod pozwalają na empiryczną weryfikację celów oraz hipotez badawczych.

### **3. Ocena poprawności struktury rozprawy**

Struktura pracy została podzielona na cztery części – rozdziały. Trzy pierwsze mają głównie charakter teoretyczny, wzbogacony w wielu miejscach analizą danych wtórnych. Autorka zawarła w nich informacje związane z prawnymi i ekonomicznymi aspektami upadłości (rozdział pierwszy) oraz sektorowymi uwarunkowaniami działalności przedsiębiorstw (rozdział drugi), a także faktami związanymi z upublicznianiem informacji o upadłości przedsiębiorstwa (rozdział trzeci). Na pochwałę zasługują części podsumowujące zamieszczone na końcu każdego z trzech pierwszych rozdziałów. W drugiej części pracy (rozdział czwarty), mającej charakter empiryczny, podjęta została próba analizy wewnątrzsektorowych efektów związanych z upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość, zarówno względem akcji spółek ogłaszających, jak i nieogłaszających. Podział na wymienione części, choć niespójny objętościowo, jest logiczny i umożliwia płynne przejście z części teoretycznej do empirycznej.

Rozdział pierwszy stanowi czysto teoretyczne wprowadzenie do rozważań prowadzonych w dalszych częściach rozprawy. Autorka określiła, iż „rozdział ma na celu określenie znaczenia upadłości w kontekście prawno-ekonomicznych uwarunkowań w Polsce”. Należy przyznać, że cel ten został zrealizowany, a zarówno aspekty prawne, jak i ekonomiczne zostały zaprezentowane w sposób klarowny i wielowątkowy.

Celem rozdziału drugiego było „określenie znaczenia cech sektorowych dla funkcjonowania przedsiębiorstw pod kątem analizowanego zjawiska upadłości”. W ramach realizacji tak postawionego celu, autorka zaprezentowała trzy różne typy interakcji konkurentów oraz ich przemiany na tle cyklu życia sektora. Jest to bardzo interesująca część dysertacji, stanowiąca znakomite merytoryczne wprowadzenie do badań empirycznych zrealizowanych w kolejnej części pracy.

W rozdziale czwartym, mającym charakter metodyczno-empiryczny, autorka przedstawiła metodykę wykorzystaną w celu zbadania reakcji inwestorów na złożenie wniosku o upadłość. Autorka klarownie scharakteryzowała grupę badawczą, zarówno w obszarze spółek ogłaszających, jak i nieogłaszających, a następnie dokonała ich klasyfikacji sektorowej. W dalszej części opisała metody wykorzystane do analizy zdarzeń oraz metody ekonometryczne, które umożliwiły realizację celów oraz weryfikację hipotez badawczych. Kulminacją rozdziału czwartego oraz całej dysertacji, są wyniki analiz empirycznych zamieszczone w p. 4.2, gdzie zaprezentowano ocenę reakcji inwestorów względem akcji spółek ogłaszających i nieogłaszających oraz przeprowadzono dyskusję wyników badania empirycznego.

Tak zaprojektowania struktura pracy nie budzi zastrzeżeń. Pozwala ona na zapoznanie czytelnika z omawianą problematyką w odpowiedniej kolejności. Właściwie prowadzone rozważania teoretyczne wprowadzają do analizy empirycznej, która jest interesująca i stanowi oryginalne rozwiązanie problemu badawczego.

#### **4. Ocena stopnia zaawansowania zawartej w rozprawie wiedzy teoretycznej z zakresu nauk ekonomicznych i nauk pokrewnych**

Autorka recenzowanej rozprawy w części teoretycznej pracy wykorzystała pokaźną liczbę pozycji literaturowych. W całej pracy było ich 327, liczba źródeł prasowych i internetowych wyniosła 21. Ponadto wykorzystanych zostało 37 raportów i sprawozdań oraz 36 aktów prawnych oraz 18 innych źródeł. Tak bogaty wachlarz bibliograficzny, w szczególności w obszarze pozycji literaturowych, świadczy o dociekliwości naukowej doktorantki.

Zdecydowaną większość pozycji literaturowych stanowią publikacje z dziedziny ekonomii. Wśród nich znajdują się zarówno pozycje polskojęzyczne, jak i anglojęzyczne. Dużą część zasobów literaturowych to pozycje wydane po 2000 roku. Zauważalną część stanowią

także publikacje wydane po 2010 roku. Można zatem uznać, że literatura użyta do części teoretycznej rozprawy jest aktualna.

Sformułowane w dysertacji cel główny, cele częściowe, hipotezy główne i hipotezy szczegółowe wynikają z wnikliwej analizy studiów literaturowych doktorantki. Realizacji wymienionych celów i weryfikacji przyjętych hipotez badawczych podporządkowana została struktura pracy. Niewątpliwą zaletą recenzowanej pracy jest klarowne przedstawienie od strony teoretycznej problematyki upadłości z prawnego i ekonomicznego punktu widzenia, zamieszczone w rozdziale pierwszym. Opis ten został oparty na licznej i aktualnej literaturze przedmiotu, zarówno jeśli chodzi o publikacje zwarte, jak i artykuły naukowe i popularno-naukowe oraz akty normatywne. Z uwagi na funkcję i specyfikę rozdziału pierwszego, rozważania prowadzone w tej części pracy można identyfikować z szeroką pojętą dziedziną nauk społecznych. W trakcie lektury tego rozdziału autorka harmonijnie przeprowadza czytelnika z dyscypliny nauk prawnych (co było konieczne do zainicjowania dyskusji o upadłości) w kierunku dyscypliny ekonomia i finanse. Szczególnie korespondujący z dyscypliną ekonomia i finanse jest p. 1.3, w którym autorka opisuje ekonomiczne aspekty upadłości z punktu widzenia przedsiębiorstwa. Charakteryzuje upadłość ekonomiczną w kontekście cyku życia przedsiębiorstwa, płynności i wypłacalności, a także prezentuje ekonomiczno-społeczne skutki upadłości podmiotu.

Podobnie spójnie, logicznie i konsekwentnie prezentowane są treści zamieszczone w rozdziale drugim, który rozpoczyna się od charakterystyki interakcji konkurentów, a następnie prowadzi poprzez analizę pojęcia *sektor*, aż do opisu konkurencyjności wewnątrzsektorowej w kontekście cech strukturalnych oraz agregatowych. Kolejną część rozdziału drugiego stanowi analiza koniunktury i występowania zjawiska niewypłacalności w ujęciu sektorowym (p. 2.5) oraz prezentacja uwarunkowań działalności wewnątrz wybranych sektorów w latach 2016-2020 (p. 2.6). Rozdział drugi ma zatem charakter teoretyczno-empiryczny, a badania zaprezentowane w p. 2.5 i 2.6 stanowią prelude do analiz zamieszczonych w rozdziale czwartym.

Treść rozdziału trzeciego ściśle koresponduje z zagadnieniami charakterystycznymi dla dyscypliny ekonomia i finanse. Koncentrują się one głównie na problematyce informacji w kontekście upadłości z uwzględnieniem efektywności informacyjnej rynku kapitałowego, obrotem informacją o upadłości spółek, roli informacji i powiązań finansowych w rozprzestrzenianiu się kryzysu, oddziaływania upadłości na przedsiębiorstwa z tego samego sektora oraz występowania transferu informacji na giełdzie w kontekście wystąpienia

upadłości. Wymienione kwestie zostały scharakteryzowane przejrzysto i stanowią dobre merytoryczne preludium do analiz zaprezentowanych w ostatniej części dysertacji. Interesującą częścią rozdziału trzeciego, świadczącą o dojrzałości naukowej i dużej dociekliwości badawczej doktorantki, jest p. 3.6. Autorka prezentuje w nim wyniki badań dotyczących efektu zarażania i konkurencyjności w postępowaniach upadłościowych i restrukturyzacyjnych. Z przeprowadzonych rozważań wynika, że „badania dotyczące efektów wywołanych złożeniem wniosku o upadłość prowadzone były przede wszystkim na gruncie amerykańskim”. Doktorantka podkreśla dodatkowo, że „niewiele jest natomiast badań odwołujących się do znacznie mniejszych giełd europejskich, czy chociażby rynków wschodzących”. Podkreśla ona także fakt, iż większość przytoczonych przez nią badań dotyczy złożenia wniosku o upadłość związaną bardziej z reorganizacją niż likwidacją przedsiębiorstwa (s. 155). Z przedstawionego opisu jednoznacznie wynika, że w obszarze analizy informacji związanych z upadłością podmiotów gospodarczych istnieje luka badawcza, zarówno w sensie geograficznym, profilowym, jak i wielkościowym.

Ostatni rozdział dysertacji ma charakter empiryczny. Także i w tej części pracy autorka wykorzystała szereg pozycji bibliograficznych, w oparciu o które przeprowadziła analizę zdarzeń oraz analizę metodami ekonometrycznymi. Na uwagę zasługuje poprawnie przeprowadzona, ciekawa merytorycznie dyskusja wyników badania empirycznego, poparta polsko i anglojęzycznymi studiami literaturowymi. Wskazuje to na umiejętność teoretyczno-praktycznej integracji wielu wątków literaturowych i badawczych oraz świadczy o dociekliwości naukowej doktorantki.

## **5. Ocena formalnej strony rozprawy**

Formalna strona pracy nie budzi większych zastrzeżeń. Autorka w mojej ocenie posiada dużą zdolność do właściwego korzystania z odpowiednich zasobów literaturowych. Na wysoką ocenę zasługuje umiejętność formułowania myśli i wnioskowania doktorantki. Przyznać zatem należy, że autorka opanowała technikę pisania pracy naukowej w stopniu bardzo dobrym. Praca jest uporządkowana. Świadczą o tym odpowiednio zastosowane przypisy oraz właściwie sporządzone tabele, rysunki i wykresy. Zastrzeżenia można mieć odnośnie samej wizualizacji pracy, gdzie nagminnie można znaleźć tzw. wolne litery, trywializmy oraz błędy językowe i logiczne („zgon przedsiębiorstwa” s. 10, „nieuchronnie związany” s. 11, „zagrożenie utraty bytu” s. 12, „okres czasu” s. 5, „upadłość nieodłącznie towarzyszącym gospodarkom wolnorynkowym” s. 58, „powyższe rozważania prowadzić mogą do konkluzji, że w świetle

relatywnie niedawnych teorii, na różne rynki może cechować różna efektywność” s. 119, „część badań została z kolei poświęcona oddziaływaniu efektu zarażania podmiotów działających w powiązanych sektorach na giełdzie. Brewer i Jackson a później także Stringa i Monks zajęli się zarażaniem podmiotów pomiędzy sektorem banków komercyjnych i ubezpieczeń na życie, choć wnioski płynące z tych badań nie były zgodne” s. 131).

Przytoczone mankamenty strony formalnej mają znikomy wpływ na całokształt pracy. Na tej podstawie stwierdzam, że formalną stronę rozprawy należy ocenić wysoko.

## **6. Ocena znajomości metodologii badań oraz przyjętych i zastosowanych metod badawczych**

Recenzowana rozprawa ma charakter teoretyczno-empiryczny. Przedmiot badania i materiał badawczy zostały scharakteryzowane prawidłowo. Sposób doboru i selekcji grupy badawczej nie budzi zastrzeżeń. Metody zastosowane w części empirycznej zostały scharakteryzowane poprawnie i opisane klarownie. Miary i modele służące do weryfikacji celów oraz hipotez badawczych zostały dobrane i wykorzystane prawidłowo. Uzasadniony wydaje się także przyjęty w rozprawie horyzont badawczy obejmujący lata 2016-2020. Wybór tego okresu autorka słusznie uzasadnia okresem „obowiązywania relatywnie jednorodnego systemu prawnego” (s. 158). Dobór grupy także nie budzi wątpliwości. Stanowi ją 18 zdarzeń dotyczących 17 spółek ogłaszających z 7 różnych sektorów gospodarki. Dobór grupy spółek nieogłaszających także został zaprezentowany w sposób niebudzący wątpliwości. Autorka klarownie przeprowadza czytelnika przez 3 etapy doboru do badania spółek nieogłaszających (s. 163). Przyznać jednak należy, że statystyki opisowe zaprezentowane dla tych dwóch grup podmiotów są wyjątkowo skromne (s. 164-165). Sama metodyka badawcza została opisana bardzo przejrzyście. Na uwagę zasługuje w szczególności opis metody analizy zdarzeń, który uznać należy za mocny punkt recenzowanej dysertacji. Pewne zastrzeżenia można mieć w stosunku do opisu metod ekonometrycznych, który jest nieporównywalnie krótszy, a także mniej klarowny, niż charakterystyka metody analizy zdarzeń. Najważniejszym elementem części empirycznej rozprawy jest analiza wewnątrzsektorowych efektów związanych z upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość zamieszczona w p. 4.2. Autorka z wykorzystaniem opisanych uprzednio modeli ekonometrycznych, przeanalizowała ocenę reakcji inwestorów względem akcji spółek ogłaszających (4.2.1) oraz nieogłaszających (4.2.2), a następnie przeprowadziła interesującą dyskusję wyników badania empirycznego (4.2.3) uzupełnioną pokaźną liczbą pozycji bibliograficznych. Wskazuje to nie tylko na umiejętność

poprawnego korzystania przez doktorantkę z polsko i anglojęzycznych studiów literaturowych, ale świadczy także o jej pozytywnej „powściągliwości” naukowej w zakresie formułowania własnych odważnych osądów, ale z właściwą podbudową dobrym warsztatem naukowym autorów zajmujących się podobnymi badaniami z różnych ośrodków naukowych na świecie.

Cała analiza została przeprowadzona w sposób rzetelny i przemyślany. Jedyne zastrzeżenie można mieć w stosunku do doboru wskaźników wykorzystanych do przeprowadzenia analizy wskaźnikowej dla subsektorów, gdzie poza statycznymi wskaźnikami płynności i cyklami rotacyjnymi, doktorantka uwzględnia również wskaźniki rentowności, ale tylko kapitałów. Uzasadnienie takiego doboru autorka zamieściła na s. 85. Jednakże jest ono mało przekonujące. Uzupełnienie tej bazy o chociażby jeden wskaźnik rentowności sprzedaży dałoby prawdopodobnie bardziej klarowny obraz rzeczywistej sytuacji finansowej spółek z poszczególnych subsektorów. Uwaga ta ma jednak charakter bardziej insynuacyjny niż krytyczny. W związku z tym przytoczony mankament w żaden sposób nie umniejsza jakości całej analizy empirycznej, którą uznać należy za rzetelną i bez wątplenia pozwalającą na osiągnięcie celów i weryfikację hipotez badawczych.

#### **7. Ocena znajomości, doboru, analizy i interpretacji źródeł literaturowych oraz źródeł i danych empirycznych**

Doktorantka wykazuje się bardzo dobrą znajomością literatury przedmiotu. Potrafi odpowiednio dobierać, przytaczać i wnioskować oraz we właściwy sposób, powoływać się na zasoby literaturowe zarówno w części teoretycznej oraz empirycznej pracy. Łączna liczba oraz sposób wykorzystanych źródeł świadczy o wyjątkowej znajomości obszaru, którego dotyczy recenzowana rozprawa.

Analizy empiryczne także wskazują na dojrzałość naukową i umiejętność praktycznego wykorzystania narzędzi ekonometrycznych. Wnioskowanie także nie budzi zastrzeżeń. Ocena reakcji inwestorów względem akcji spółek ogłaszających oraz nieogłaszających z wykorzystaniem modelowania ekonometrycznego także została przeprowadzona prawidłowo.

#### **8. Ocena umiejętności poprawnego i przekonującego przedstawienia uzyskanych przez doktoranta wyników**

Przedłożona praca jest poświęcona bardzo ważnym zagadnieniom finansowym, traktującym o skali reakcji akcjonariuszy na ogłoszeniu upadłości spółek kapitałowych.

Tematyka pracy plasuje się zatem w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Autorka przekonująco uzasadniła wybór tematu badawczego. Zarówno sformułowane cele, jak i hipotezy badawcze nie budzą zastrzeżeń. Struktura pracy stanowi spójną, przemyślaną sekwencję naukowych rozważań.

Pozytywnie należy ocenić stronę metodyczną pracy, opracowaną z wykorzystaniem obszernego zbioru pozycji literaturowych, a także zawierającą odpowiednio dobrane analizy empiryczne. Umożliwiło to konsekwentną realizację celów oraz weryfikację hipotez badawczych.

Na tej podstawie stwierdzam, że zarówno badania literaturowe, jak i analiza empiryczna, zostały przeprowadzone prawidłowo, zaś wnioskowanie na ich podstawie jest interesujące, spójne i logiczne.

## **9. Wskazanie dobrych stron (zalet) rozprawy i jej głównych wad**

Zalety rozprawy:

- Aktualność i unikalność podjętej tematyki
- Przejrzysta struktura pracy
- Klarownie sformułowane cele i hipotezy badawcze
- Obszerna część teoretyczna pracy
- Właściwe wykorzystanie narzędzi ekonometrycznych
- Logicznie sformułowane wnioski wynikające z przeprowadzonych badań
- Bardzo liczne i aktualne zasoby literaturowe

Wady rozprawy:

- Nieuwzględnienie w analizie wskaźników rentowności sprzedaży
- Duża liczba błędów stylistycznych i językowych
- Relatywnie krótki (choć odpowiednio uzasadniony kontekstem legislacyjnym) horyzont czasowy badań oraz okres analizy stóp zwrotu (okno zdarzenia obejmujące od 5 dni przed zdarzeniem i do 5 dni po zdarzeniu).
- Badania przeprowadzone wyłącznie na Głównym Rynku GPW w Warszawie, co ogranicza zakres wykorzystania wyników badań.

Z przytoczonych zalet i wad recenzowanej rozprawy wynika, że dobre strony wyraźnie przeważają nad jej mankamentami. Potwierdza to wysoką notę, na jaką zasługuje zaangażowanie naukowe i dociekliwość badawcza doktorantki.

**10. Wskazanie, do której z następujących kategorii Recenzent zalicza rozprawę**

Recenzowaną rozprawę uznaję za spełniającą wymagania stawiane rozprawom doktorskim w obowiązujących przepisach, zgodnie z treścią art. 187 ust. 1 i 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. z 2022 r. poz.574 ze zm.).

Na tej podstawie wnioskuję do Rady Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego o dopuszczenie autorki recenzowanej pracy do publicznej obrony.



Lublin, dn. 28.07.2023 r.