

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Sylwii Cieślik
pt. „Expansion of Chinese Companies to European Stock Exchanges”,
przygotowanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Małgorzaty Janickiej, prof. UŁ
oraz promotora pomocniczego dra Tomasza Sosnowskiego**

1. Ogólna charakterystyka rozprawy

Przedstawiona do oceny rozprawa doktorska (przygotowana w języku angielskim) ze względu na poruszany zakres tematyczny, nakreślony cel rozważań, przyjęte metody badawcze oraz swoją treść, w mojej ocenie należy do dyscypliny ekonomii i finansów. Obejmuje problematykę międzynarodowych rynków kapitałowych i skupia się na procesie internacjonalizacji przedsiębiorstw chińskich poprzez emisję papierów wartościowych na europejskich giełdach. Autorka podejmuje zagadnienie złożone, wielowymiarowe i wymagające zarówno dobrej znajomości teorii finansów, jak i kontekstu instytucjonalno-regulacyjnego funkcjonowania rynków kapitałowych w Europie i w Chinach.

Objętość pracy należy uznać za znaczną, jednak pozostaje ona w pełni uzasadniona zakresem podjętych badań, długim horyzontem czasowym analiz oraz koniecznością szczegółowego omówienia uwarunkowań instytucjonalnych, prawnych i ekonomicznych. Opracowanie liczy 342 strony, spośród których na zasadnicze wywody poświęcono 305 stron. Zostały one podzielone na wstęp – wskazujący zgodnie z powszechnie przyjętym kanonem opis podstaw aparatu metodycznego, tj. uzasadnienie wyboru tematyki, problem i pytanie badawcze, cel, hipotezy, metody oraz charakterystykę struktury pracy – osiem rozdziałów merytorycznych i zakończenie, w którym w sposób bardzo syntetyczny ujęto najważniejsze konkluzje. Resztę tekstu stanowią spisy: treści, wykorzystywanych skrótów, tabel, wykresów oraz obszernej bibliografii. Wykaz literatury nie jest podzielony na źródła zwarte i czasopisma, występują w nim jednak obie te kategorie publikacji. Brak jest tutaj również numeracji, odnotuję jedynie zatem, że obejmuje on aż 25 stron, czyli około 500 pozycji, a więc pod względem ilościowym jest

satisfakcjonujący. W treści pracy znajduje się ok. 60 tabel i ok. 60 wykresów, przedstawiających przede wszystkim wyniki analiz empirycznych. Z uwagi na podejmowaną tematykę i zastosowane metody badawcze jest to w pełni uzasadnione, a bogactwo ilustracji polepsza percepcję opracowania.

Tytuł rozprawy jest w mojej ocenie sformułowany prawidłowo. Choć w swoim brzmieniu jest zasadniczo ogólny i mógłby stanowić również tytuł jeszcze bardziej obszernego opracowania, to dobrze koresponduje z treścią pracy, jej istotą i celem. Można by się jedynie zastanawiać nad jego zawężeniem poprzez jednoznaczne wskazanie przedmiotu badań, np. dodając na początku słowo „drivers” albo „determinants”; sądzę jednak, że nie było to bezwzględnie konieczne.

2. Trafność i oryginalność tematyki

Tematyka rozprawy jest wysoce aktualna i istotna poznawczo. Panujące warunki polityczne, instytucjonalne i ekonomiczne sprzyjają ekspansji chińskich przedsiębiorstw na globalnym rynku kapitałowym i stają się one coraz bardziej istotną i liczną kategorią podmiotów poszukujących źródeł finansowania już nie tylko w Hongkongu czy USA, ale również w Europie. Zachodzące w tym zakresie przemiany i ich uwarunkowania czy znaczenie czynników określających procesy przebiegające w tym obszarze międzynarodowych stosunków finansowych, stanowią zagadnienia z pewnością warte uważnej eksploracji – przede wszystkim z poznawczego, ale również aplikacyjnego (inwestorskiego) punktu widzenia. Ich znaczenie dodatkowo wzrasta w warunkach współczesnej gospodarki światowej, w której wiele zjawisk ma charakter dynamiczny, a niejednokrotnie wręcz przełomowy. Zachodzące zmiany dokonują się w szybkim tempie i wywierają rozległe konsekwencje, które często okazują się trudne do jednoznacznego przewidzenia. W rezultacie, mimo że w literaturze dyskusja na temat międzynarodowej ekspansji kapitałowej chińskich przedsiębiorstw trwa już od dawna i jest to dziedzina stosunkowo dobrze opisana, wciąż istnieje w niej wiele luk i pojawiają się nowe, a zatem prowadzenie ciągłych badań tego obszaru jest konieczne.

W tym kontekście Autorka trafnie identyfikuje lukę poznawczą polegającą na nieobecności kompleksowych analiz determinant ekspansji chińskich korporacji właśnie na europejskie rynki kapitałowe. W literaturze brakuje wyników badań uwzględniających jednocześnie czynniki ekonomiczne (zapotrzebowanie na kapitał, dostęp do inwestorów, internacjonalizacja działalności, wzrost rentowności) oraz instytucjonalne (jakość otoczenia instytucjonalnego, aspekty polityczne i regulacyjne). Poświęcenie zatem rozprawy doktorskiej analizie obu tych grup czynników należy uznać za decyzję prawidłową, która tworzy warunki do skutecznego wypełnienia

wskazanej luki badawczej. Na szczególne podkreślenie zasługuje również osadzenie problematyki badawczej w aktualnym kontekście geopolitycznym, w tym narastających napięć pomiędzy Chinami a Stanami Zjednoczonymi oraz zaostrzenia regulacji wobec chińskich emitentów na rynkach amerykańskich. Autorka przekonująco argumentuje, że czynniki te mogły zwiększyć atrakcyjność rynków europejskich jako alternatywnego kierunku ekspansji. Przyjęta tematyka dysertacji jest zatem nie tylko trafna i wpisująca się w aktualne debaty naukowe, ale również w odpowiednim stopniu oryginalna. W konsekwencji, zamiar badawczy Autorki pracy zasługuje na aprobatę, jest w pełni uzasadniony, a także wartościowy i twórczy.

3. Cel pracy, hipotezy badawcze, metoda

Przyjęty cel rozprawy prawidłowo koresponduje z jej tytułem i treścią. Został on określony jako identyfikacja czynników determinujących obecność chińskich przedsiębiorstw na europejskich giełdach papierów wartościowych poprzez emisję instrumentów udziałowych na tych rynkach („to identify the factors determining the listing of Chinese companies on European stock exchanges through the issuance of equity securities on these markets”). W swej istocie sprowadza się on do próby rozwiązania założonego problemu badawczego, którego meritum jest w gruncie rzeczy tożsame z celem dysertacji – polega bowiem na zrozumieniu przyczyn wpływających na decyzje chińskich przedsiębiorstw o wyborze europejskich rynków giełdowych jako miejsca notowań („understanding reasons influencing Chinese companies’ decisions to choose the European stock markets for listing”). Sformułowane (jedno) pytanie badawcze ponownie odzwierciedla istotę rozprawy: jakie są determinanty wejścia chińskich przedsiębiorstw na rynki giełdowe w Europie („what are the determinants of Chinese companies entering stock markets in Europe”)? W mojej ocenie dyskusyjne jest formułowanie w zasadzie tożsamych: celu pracy, przyjętego problemu badawczego oraz pytania wyznaczającego procedurę poznawczą. Prowadzi to do zbędnego powielania zamiaru badawczego Autorki w kilku różnych ujęciach. Niemniej jednak, zamiar ten został w taki sposób wyrażony jednoznacznie i dobitnie, wpisując się bardzo dobrze w tematykę dysertacji, a treść rozprawy jest mu prawidłowo podporządkowana.

Aby zrealizować cel pracy, czyli zasadniczo rozwiązać przyjęty problem badawczy i odpowiedzieć na postawione pytanie, Autorka formułuje szereg hipotez. Stanowią one poprawne rozwinięcie, doprecyzowanie i uszczegółowienie zamiaru badawczego. Ich konstrukcja jest poprawna metodologicznie, a sposób ich wyrażenia pozwala na empiryczną weryfikację. Hipoteza główna stwierdza, że głównymi determinantami ekspansji chińskich przedsiębiorstw na europejskie rynki giełdowe są czynniki pozaekonomiczne („non-economic factors are the

main drivers behind the expansion of Chinese companies on European stock markets”). Hipotezy pomocnicze wskazują czynniki, których znaczenie Autorka bada w rozprawie, dzieląc je na dwie grupy: determinanty ekonomiczne i właśnie pozaekonomiczne (instytucjonalne). Nieco upraszczające jest zawężenie kierunków analizy określonych w hipotezach pomocniczych do badania znaczenia wyłącznie dwóch czynników pozaekonomicznych, tj. jakości otoczenia instytucjonalnego rynków goszczących oraz tegoż otoczenia w Chinach, w szczególności wyznaczonego przez aspekty regulacyjne i polityczne. Z pewnością można te obszary uznać za najbardziej istotne – choć Autorka nie przedstawia we wstępie dla takiego podejścia odpowiednio rozwiniętego uzasadnienia – nie stanowią one jednak kompletnego katalogu czynników pozaekonomicznych. Nie mogę w pełni zgodzić się ze stwierdzeniem Autorki, zawartym w końcowej części pracy, że brak związku pomiędzy czynnikami ekonomicznymi a ekspansją chińskich przedsiębiorstw na europejskie rynki kapitałowe automatycznie oznacza, że istnieje taki związek w przypadku czynników pozaekonomicznych („the lack of positive verification of the economic hypotheses emphasises that determinants of going public by Chinese companies exhibit a multifaceted nature and are influenced by external, non-economic factors”). Uzasadnienie dla zawężenia analizy czynników pozaekonomicznych wyłącznie do determinant instytucjonalnych i dla pominięcia innych (np. strategicznych, wizerunkowych, globalnych, politycznych, behawioralnych itd.) powinno być już we wstępie do rozprawy nieco szersze. Weryfikacja hipotez pomocniczych pozwala bowiem co prawda na pozytywną weryfikację hipotezy głównej (brak wpływu czynników ekonomicznych i istotny wpływ choćby jednego czynnika pozaekonomicznego faktycznie oznacza, że to czynniki pozaekonomiczne są głównymi determinantami), ale w kontekście założonego celu rozprawy (i analogicznie – postawionego pytania i problemu badawczego) – który odczytuję jako identyfikacja wszystkich czynników, a nie jedynie instytucjonalnych – takie podejście powoduje, że odczuwa się niedosyt.

Metody zastosowane do realizacji celu pracy, do odpowiedzi na pytanie badawcze i do weryfikacji hipotez są prawidłowo dobrane, adekwatne do obszaru badań i właściwe dla dyscypliny ekonomii i finansów. Wdrożone metody jakościowe i ilościowe wzajemnie się uzupełniają, a ustalenia poczynione przy ich użyciu pozwalają na sformułowanie prawidłowych konkluzji. Hipotezy dotyczące czynników ekonomicznych sprawdzone zostały przede wszystkim przy zastosowaniu technik modelowania ekonometrycznego, a te dotyczące czynników instytucjonalnych – za pomocą analiz jakościowych. Autorka trafnie zastosowała zaawansowane metody ilościowe, m. in. technikę Propensity Score Matching, jądrową estymację gęstości (Kernel Density Estimation), testy parametryczne i nieparametryczne czy metodę uogólnionych równań estymujących (Generalised Estimating Equations). Szczególnie wykorzystanie tej

ostatniej metody w badaniach nad zagraniczną ekspansją chińskich spółek na rynkach kapitałowych należy uznać za nowatorskie i świadczące o wysokich kompetencjach analitycznych Doktorantki. Do innych zastosowanych przy przygotowaniu rozprawy metod zaliczają się np. krytyczna analiza literatury i publikacji medialnych, analiza studiów przypadku, analiza porównawcza i analiza wskaźnikowa otoczenia instytucjonalnego.

4. Dobór literatury i materiałów źródłowych

Dobór literatury przedmiotu jest prawidłowy, bardzo obszerny i nie budzi żadnych zastrzeżeń, zarówno pod względem ilości, jak i jakości źródeł. Rozprawa jest mocno osadzona w dorobku dyscypliny i obejmuje zarówno klasyczne pozycje z zakresu finansów i internacjonalizacji przedsiębiorstw, jak i aktualne artykuły z renomowanych czasopism naukowych. Doktorantka oparła się o źródła obcojęzyczne, w dużej mierze najnowsze, prawie wyłącznie publikowane przez zagranicznych autorów, co świadczy o dobrej orientacji w światowym dorobku naukowym. Źródła wykorzystano zarówno w odniesieniu do tematyki ściśle związanej z problematyką rozprawy, jak i w celach poszerzających perspektywę badawczą lub w kontekście polemicznym. Takie podejście umożliwiło przeprowadzenie kompleksowej i rzetelnej analizy piśmiennictwa, która charakteryzuje się dostatecznym poziomem krytycyzmu, i doprowadziło do wyciągnięcia wartościowych wniosków. Analiza ta stanowi jednocześnie solidny fundament dla badań empirycznych przeprowadzonych w pracy.

W rozprawie wykorzystano również akty prawne, raporty statystyczne i treści medialne (prasowe). Dane empiryczne będące podstawą do weryfikacji hipotez zostały pozyskane przez Doktorantkę z wiarygodnych źródeł – m. in. baz danych LSEG, Orbis, Banku Światowego, Światowej Federacji Giełd, The Heritage Foundation – co umożliwiło dokonanie miarodajnych i całościowych badań oraz sformułowanie odpowiednio popartych argumentami konkluzji o wysokiej jakości. Również próba badawcza (i kontrolna) chińskich przedsiębiorstw oraz okres, z którego pochodzą dane (lata 2002-2022) są w mojej ocenie dobrane poprawnie i reprezentatywnie. Sposób doboru próby został szczegółowo opisany i nie budzi zastrzeżeń, podobnie jak jakość i kompletność wykorzystanych danych.

5. Układ i struktura rozprawy

Rozprawę charakteryzuje prawidłowy, zgodny z kanonem układ oraz logiczna, spójna, proporcjonalna i kompletna struktura. Jest ona rozbudowana, a jednocześnie przemyślana i konsekwentnie podporządkowana realizacji przyjętego celu badawczego. Praca składa się z ośmiu rozdziałów merytorycznych, które zostały ułożone w sposób logiczny – od zagadnień ogólnych

i teoretycznych, przez kontekst instytucjonalny, aż po szczegółowe analizy empiryczne. Pierwsze dwa rozdziały nakreślają dorobek literatury dotyczący zagadnień związanych z tematyką rozprawy w obszarze funkcjonowania rynku kapitałowego, a kolejne – charakteryzują chiński, a następnie europejski rynek kapitałowy, ze szczególnym uwzględnieniem obecności na nim spółek chińskich. Końcowe trzy rozdziały poświęcone są meritum – z punktu widzenia celu rozprawy – badań, prezentując wyniki analiz empirycznych i ekonometrycznych dotyczących ekonomicznych i instytucjonalnych determinant ekspansji przedsiębiorstw z Państwa Środka na giełdy Starego Kontynentu. W każdym rozdziale znajduje się krótkie podsumowanie, co stanowi zabieg porządkujący i sprawia, że struktura pracy jest przejrzysta, a jej treść – łatwa w percepcji.

Pierwszy rozdział, „The role of financial markets in the mobilization and allocation of investment capital”, liczy 29 stron i ma charakter wprowadzający i porządkujący. Autorka przedstawia w nim podstawowe pojęcia i klasyfikacje związane z architekturą rynku finansowego, giełdami i pierwszą publiczną ofertą papierów wartościowych (Initial Public Offering – IPO). Ta część pracy pełni istotną funkcję terminologiczną i stanowi fundament dla dalszych rozważań. Drugi rozdział zatytułowany jest „Determinants of going public” i obejmuje 27 stron. Zaprezentowano tutaj przegląd teorii wyjaśniających podejmowanie przez spółki decyzji o publicznej emisji akcji oraz zestawiono czynniki oddziałujące na nią pozytywnie i negatywnie. Następnie Autorka skupia się na analizie powodów ekspansji na zagraniczne rynki kapitałowe. Omawia zarówno koncepcje klasyczne, jak i nowsze ujęcia, uwzględniające czynniki instytucjonalne i behawioralne. Pozwala to na osadzenie dalszych analiz w bardzo szerokim kontekście teoretycznym. Dyskusyjne jest jednakże, czy tak rozbudowana analiza teoretyczna i obszerny przegląd literatury, zaprezentowane w pierwszych dwóch rozdziałach, są faktycznie uzasadnione. Mimo pewnej oryginalności zawierającej się w dokonanej syntezie, część rozważań przedstawia bowiem bez krytyki ze strony Autorki zagadnienia, związki i paradygmaty powszechnie znane i bardzo dobrze scharakteryzowane w literaturze, w mojej ocenie niewymagające przypominania w rozprawie doktorskiej. Nadmierne rozbudowanie dwóch pierwszych rozdziałów powoduje, że miejscami sprawiają one wręcz wrażenie podręcznika do zajęć z rynku kapitałowego, a niektóre ilustracje (np. trywialny w swej istocie schemat 2.3.) niewiele wnoszą do sedna rozważań.

Kolejny rozdział nosi tytuł „The characteristics of Chinese stock market” i ma 40 stron. Zawiera syntetyczne omówienie najważniejszych cech chińskiego systemu polityczno-gospodarczego, wpływających na ukształtowanie się rynku kapitałowego w tym kraju (w szczególności giełd), a także wskazuje skalę i przyczyny ekspansji przedsiębiorstw na giełdy w USA i

w Hongkongu. Rozważania te stanowią istotną część tła wymaganego dla zrozumienia decyzji chińskich przedsiębiorstw o wyborze zagranicznych rynków kapitałowych i z proceduralnego punktu widzenia mają znaczenie fundamentalne. Poruszono tutaj również kwestie regulacyjne, które są kluczowe dla nakreślenia otoczenia instytucjonalnego analizowanego obszaru gospodarki i dla identyfikacji przyczyn poszukiwania kapitału przez spółki z Państwa Środka poza rodzimym rynkiem finansowym. W czwartym rozdziale, nazwanym „The current shape of the European stock market and characteristics of the selected stock exchanges” i liczącym 41 stron, Doktorantka koncentruje się na opisie struktury instytucjonalnej europejskiego rynku kapitałowego, a w szczególności na jej uwarunkowaniach historycznych i legislacyjnych. Poddaje również analizie dynamikę pierwszych publicznych ofert (IPO) dokonywanych w Europie, identyfikując najistotniejsze zjawiska w tym obszarze i odnosząc je do trendów ogólnoświatowych. Wskazuje również na determinanty tendencji panujących na europejskich giełdach w ostatnich latach. Analiza ta jest niezbędna dla późniejszej oceny wyboru właśnie tych giełd dla miejsca ekspansji chińskich przedsiębiorstw, choć w mojej ocenie szczegółowe badanie uwarunkowań historycznych i cofanie się aż do lat pięćdziesiątych XX wieku stanowi wątek raczej poboczny i mało znaczący w kontekście założonego celu pracy i przyjętych hipotez. Rozdział piąty z kolei, o tytule „Chinese companies as issuers on European stock exchanges”, obejmuje 38 stron i traktuje o skali i strukturze obecności przedsiębiorstw chińskich na europejskich rynkach giełdowych, zarówno w kontekście pierwszych publicznych ofert (IPO), jak i obrotu wtórnego. W szczególności zawiera analizę powiązań rynków kapitałowych Chin i Europy, charakterystykę giełd notujących chińskie spółki oraz profil samych emitentów i form ich aktywności giełdowej. Autorka wskazuje również rozbudowaną procedurę badawczą, która doprowadziła do utworzenia bazy przedsiębiorstw i opracowania treści rozdziału. Procedura ta jest w pełni uzasadniona, a sformułowana przy jej zastosowaniu charakterystyka – rzetelna, oryginalna i mająca istotne walory poznawcze. Jest ona również podstawą do rozważań przedstawionych w końcowej części pracy.

Kolejny rozdział, „Methodological framework of determinants of Chinese companies’ listing in Europe”, obejmuje 40 stron i otwiera zasadniczą z punktu widzenia celu i hipotez badawczych, empiryczną część rozprawy. Poświęcony jest opisowi metodyki badań własnych Autorki. Doktorantka najpierw szczegółowo opisuje, w jaki sposób zidentyfikowała lukę badawczą i czego dotyczyły wcześniejsze badania podobnego obszaru, a także wyjaśnia podstawy sformułowania pytania badawczego i celu podjętych rozważań. Następnie przechodzi do określenia hipotez, charakterystyki próby badawczej, uzasadnienia wyboru zmiennych modelu i źródeł danych, kończąc opisem zastosowanych metod. Rozdział ten stanowi z proceduralnego

punktu widzenia bardzo ważny element pracy, jasno i precyzyjnie charakteryzując warsztat metodyczny i postępowanie badawcze. Jedną kwestią jest tutaj jednak nie do końca jasna. Wskazane bowiem w tym rozdziale problem i pytanie badawcze oraz cel badania są tożsame z problemem, pytaniem i celem zaprezentowanymi we wstępie do rozprawy. Nie jest zatem całkowicie zrozumiałe, czego one dotyczą: czy całej dysertacji, czy wyłącznie rezultatów przedstawionych w ostatnich dwóch rozdziałach. Jeśli mają zastosowanie do całości rozprawy – a po jej treści wnoszę, że tak właśnie jest – nie jest dla mnie oczywista przyczyna, dlaczego są nagle powtórzone w jej środku, co więcej, bez wyjaśnienia, że faktycznie odnoszą się do dysertacji jako całości, czyli też do rozdziałów od pierwszego do piątego. Gdyby to jednak były elementy dotyczące wyłącznie rozdziałów końcowych, jak można by wnosić z umiejscowienia ich w rozdziale szóstym – to niejasne byłoby miejsce pierwszych pięciu rozdziałów w postępowaniu badawczym: nie wiadomo byłoby, czemu ma służyć (realizacji jakiego celu, odpowiedzi na jakie pytania i rozwiązaniu jakiego problemu) ich zawarcie w rozprawie. Pewien element dyskusyjny może także stanowić dobór zmiennych, których wykorzystanie zakłada weryfikacja hipotezy dotyczącej traktowania wejścia na europejskie giełdy jako katalizatora ułatwiającego międzynarodową działalność chińskich przedsiębiorstw. Autorka nie ujmuje w nich bowiem wskaźników, które określałyby skalę takiej działalności już prowadzonej przez dany podmiot (jak chociażby wielkość eksportu czy importu) i wskazywałyby, na jakim etapie ścieżki internacjonalizacji się on znajduje, a w konsekwencji, czy ekspansja na europejskie rynki kapitałowe jest faktycznie odpowiedzią na potrzebę wsparcia w kroczeniu po niej. Być może jednak przyczyną jest nieścisłość w sformułowaniu hipotezy, która powinna dotyczyć ułatwienia tylko rozpoczęcia takiej działalności, a nie również jej kontynuowania.

Rozdział przedostatni, zatytułowany „Economic determinants of Chinese companies' listings on European stock exchanges”, liczy 42 strony i zawiera wyniki studium nad istotnymi dla obszaru dysertacji czynnikami ekonomicznymi. Autorka w sposób rzetelny i odpowiednio poparty materiałem empirycznym przedstawia rezultaty zastosowanych metod, przede wszystkim o zaawansowanym charakterze ekonometrycznym. Efekty analiz ilościowych zostały zaprezentowane w sposób przejrzysty, z wykorzystaniem licznych tabel i zestawień. Dokonana została również pogłębiona interpretacja wyników, odnosząca je zarówno do sformułowanych hipotez, jak i do wcześniejszych badań innych autorów. W końcowej części rozdziału Doktorantka przedstawia istotną konkluzję, że dokonana przez nią analiza empiryczna nie wykazuje, aby przeprowadzanie pierwszych publicznych ofert (IPO) w Europie przez chińskie przedsiębiorstwa było związane z czynnikami ekonomicznymi, tj. chęcią pozyskania kapitału, rozsze-

rzenia bazy inwestorów, zwiększenia skali działalności lub poprawy rentowności. Ostatni rozdział nosi tytuł „Institutional determinants of Chinese companies' listings on European stock exchanges” i liczy 36 stron. Autorka skupia się tutaj na analizie wpływu otoczenia instytucjonalnego na decyzje chińskich przedsiębiorstw o debiucie giełdowym w Europie, uwzględniając w szczególności uwarunkowania polityczne, prawno-regulacyjne oraz kulturowe. Istotnym elementem jest także porównawcza analiza ścieżek wejścia na europejskie rynki kapitałowe podejmowanych przez spółki państwowe i prywatne, ze wskazaniem różnic między emisją GDR a notowaniami na rynkach alternatywnych w Londynie i Frankfurtu. Rozdział ten stanowi logiczne domknięcie części empirycznej rozprawy. Finalny element dysertacji stanowi część zatytułowana „Conclusions”, w której przedstawiono syntetyczne ujęcie wyników badań osadzonych w szerokim kontekście ekspansji chińskich przedsiębiorstw na zagraniczne rynki kapitałowe. Podkreślono znaczenie determinant instytucjonalnych, prawnych i regulacyjnych, które w znacznie większym stopniu niż czynniki ekonomiczne kształtują wybór lokalizacji zagranicznych emisji. Autorka akcentuje rolę wykorzystania otoczenia instytucjonalnego jako umożliwiającego chińskim spółkom budowanie wiarygodności i zaufania w oczach inwestorów międzynarodowych. Całość zamyka refleksja nad ograniczeniami badania oraz wskazanie kierunków dalszej eksploracji tego obszaru, która może pogłębić wyjaśnianie procesów internacjonalizacji chińskich przedsiębiorstw na globalnych rynkach kapitałowych.

6. Ocena wartości merytorycznej i znaczenia rezultatów badawczych

Nie ulega wątpliwości, że recenzowana rozprawa charakteryzuje się bardzo wysoką wartością merytoryczną, naukową oraz poznawczą i stanowi istotny wkład w rozwój badań nad międzynarodowymi rynkami kapitałowymi. Zastosowana procedura badawcza – pomijając nieliczne zastrzeżenia wskazane wcześniej – jest spójna, logiczna i właściwie oparta zarówno o szerokie studia literaturowe, jak i o wykorzystanie zaawansowanych narzędzi ilościowych. Formułowane w oparciu o nią konkluzje mają charakter nowatorski i oryginalny oraz cechują się istotnym znaczeniem dla dyscypliny ekonomii i finansów.

Identyfikacja przez Doktorantkę kluczowych zależności odnoszących się do determinant ekspansji chińskich spółek na europejskie rynki kapitałowe przyczynia się do pogłębienia wiedzy w tym obszarze i – w mojej ocenie – stanowi rezultat wartościowy oraz zasługujący na uznanie. Dysertacja jest rzetelnym, opartym na solidnych wynikach badań, wyraźnym i konstruktywnym głosem w toczącej się w literaturze przedmiotu dyskusji dotyczącej motywów internacjonalizacji przedsiębiorstw, strategii pozyskiwania kapitału w zróżnicowanych warunkach otoczenia instytucjonalnego oraz wpływu rozmaitych czynników na decyzje o lokalizacji

pierwszych publicznych ofert (IPO), w szczególności podejmowane przez korporacje azjatyckie. Bardzo istotne z punktu widzenia rozwoju dyscypliny oraz wypełniania istniejących luk badawczych jest jednoznaczne i przekonujące potwierdzenie silnego znaczenia czynników pozaekonomicznych, zwłaszcza o charakterze prawno-regulacyjnym. Co więcej, zaprezentowane konkluzje mogą stanowić punkt wyjścia do dalszych dociekań naukowych oraz wyznaczać kierunki przyszłych badań w tym obszarze.

Należy również wyraźnie podkreślić, że poza zaletami naukowo-poznawczymi rozprawa posiada znaczące walory aplikacyjne. Rezultaty analiz dotyczących motywów działania chińskich przedsiębiorstw na rynkach kapitałowych mogą bowiem znaleźć zastosowanie w praktyce instytucji odpowiedzialnych za kształtowanie zasad nadzoru oraz polityki przejrzystości. Mogą także stanowić użyteczne narzędzie wspierające praktyków w procesie oceny ryzyka i potencjału analizowanych podmiotów, a także być wartościowe dla menedżerów przedsiębiorstw rozważających międzynarodowe debiuty giełdowe. Z tych względów zachęcam Doktorantkę do opublikowania dysertacji.

7. Ocena strony formalnej i technicznej

Rozprawa została przygotowana z dużą starannością i dbałością o stronę formalną oraz techniczną i zasługuje również w tym obszarze na bardzo dobrą ocenę. Język pracy jest poprawny, precyzyjny i zgodny z wymogami stylu naukowego, a jednocześnie klarowny i zrozumiały w odbiorze. Autorka posługuje się specjalistyczną terminologią w sposób konsekwentny, swobodny i komunikatywny, co pozytywnie wpływa na przejrzystość wywodu. Styl narracji jest wartki i logiczny, a argumentacja – prowadzona w sposób klarowny i uporządkowany. Rozprawa pod tym względem wyróżnia się na tle ekonomicznych opracowań naukowych powstałych w oparciu o metody ilościowe, które częstokroć są zawiłe i trudne w percepcji. Na podkreślenie zasługuje także sumienne przestrzeganie zasad interpunkcji oraz reguł redakcyjnych, co nie zawsze jest standardem w pracach naukowych niepodlegających kontroli przez zawodowego redaktora językowego. Odsyłacze zostały sporządzone poprawnie, a spisy opracowano rzetelnie i skrupulatnie. Tabele i wykresy (w tym schematy) są czytelne, starannie wykonane i jednoznaczne w interpretacji. Nieliczne uchybienia redakcyjne mają charakter marginalny i w żaden sposób nie wpływają na ogólny odbiór pracy.

8. Uwagi uzupełniające i kwestie dyskusyjne

W oparciu o treść recenzji chciałbym zadać Doktorantce następujące pytania:

- Czy inne czynniki poza szczegółowo analizowanymi w pracy ekonomicznymi i instytucjonalnymi (a jeśli tak – to jakie) mogą wpływać na decyzje chińskich przedsiębiorstw o kierunkach ekspansji na zagraniczne rynki kapitałowe?
- Czy wskazane we wstępie do pracy oraz powtórzone w rozdziale szóstym: cel badania oraz problem i pytanie badawcze, dotyczą całej rozprawy, czy tylko rozważań przedstawionych w rozdziale siódmym i ósmym?
- Jakie jest uzasadnienie dla pominięcia w katalogu zmiennych – które zakłada weryfikacja hipotezy wskazującej, że wejście na europejskie giełdy jest dla chińskich spółek katalizatorem działalności międzynarodowej – wskaźników obrazujących skalę ich internacjonalizacji?

9. Konkluzja końcowa

Podsumowując, moja ocena dysertacji ma charakter jednoznacznie pozytywny. Przedstawiona do recenzji rozprawa doktorska stanowi w mojej opinii bardzo wartościowe, rzetelne i szczegółowe studium nad czynnikami determinującymi ekspansję chińskich przedsiębiorstw na europejskie rynki kapitałowe, dobrze osadzone w literaturze oraz prezentujące ważne, wiarygodne i poparte rozbudowanym warsztatem badawczym wnioski o charakterze empirycznym. Wskazane zasadniczo drobne mankamenty – takie, jak miejscami nadmierne skupienie się na rozważaniach drugoplanowych, niecałkowicie jasny zakres wskazanego celu rozważań czy nieco zbyt ogólne uzasadnienie we wstępie do rozprawy przyjętych hipotez – mające na tle walorów naukowych rozprawy i trafności zawartych w niej konkluzji charakter drugoplanowy i jedynie polemiczny, w niczym nie umniejszają wysokiej wartości poznawczej opracowania.

Rozprawa mgr Sylwii Cieślik pt. „Expansion of Chinese Companies to European Stock Exchanges”, stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, który ma również znaczenie praktyczne, oraz wykazuje odpowiednio szeroką i głęboką ogólną wiedzę teoretyczną Doktorantki w dyscyplinie ekonomii i finansów, a także posiadanie przez Nią umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Stwierdzam zatem, że dysertacja spełnia wymagania stawiane pracom doktorskim, określone w obowiązujących przepisach prawa i wnioskuję o jej przyjęcie i dopuszczenie do publicznej obrony.

Uważam również, że rozprawa doktorska mgr Sylwii Cieślik zasługuje na wyróżnienie w formie obowiązującej w Uczelni. Jest to w pełni uzasadnione ze względu na wskazane w niniejszej recenzji ponadprzeciętne zalety dysertacji. Należy do nich w szczególności biegłe wykorzystanie zaawansowanych narzędzi ekonometrycznych do wiarygodnej i wieloaspektowej weryfikacji hipotez o znaczeniu kluczowym z punktu widzenia dyscypliny oraz wysoce

trafny i adekwatny do charakteru analizowanych zjawisk dobór metod badawczych, które pozwoliły na uzyskanie wiarygodnych wyników, stanowiących solidną podstawę ważnych wniosków.