

dr hab. Piotr Stanek

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Kraków, 28 kwietnia 2026

## **Recenzja**

rozprawy doktorskiej mgr **Sylwii Cieślik** pt.

**„Expansion of Chinese companies to European stock exchanges”**

Promotor: dr hab. Małgorzata Janicka, prof. UŁ

Promotor pomocniczy: dr Tomasz Sosnowski

Podstawą oceny rozprawy doktorskiej mgr Sylwii Cieślik pt. „Expansion of Chinese companies to European stock exchanges” jest pismo dr hab. Ewy Kusideł, prof. UŁ, Przewodniczącej Komisji Uniwersytetu Łódzkiego ds. stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse z dnia 19 stycznia 2026. Zgodnie z warunkami określonymi w art. 13 ust. 1 ustawy z dn. 14 marca 2003 o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki „rozprawa doktorska (...) powinna stanowić oryginalne rozwiązanie problemu naukowego (...) oraz wykazywać ogólną wiedzę teoretyczną kandydata w danej dyscyplinie naukowej (...) oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej”. Dalszą część recenzji podzielono więc na następujące części:

1. Określenie trafności wyboru i oryginalności problemu badawczego
2. Ocena poprawności i kompletności celów oraz hipotez badawczych
3. Ocena poprawności struktury rozprawy
4. Ocena stopnia zaawansowania zawartej w rozprawie wiedzy teoretycznej
5. Ocena formalnej strony rozprawy
6. Ocena znajomości metodologii badań
7. Ocena znajomości, doboru, analizy i interpretacji źródeł literaturowych i danych empirycznych
8. Ocena umiejętności poprawnego i przekonującego przedstawienia wyników
9. Wskazanie dobrych i słabszych stron rozprawy
10. Pytania do Doktorantki
11. Konkluzja kwalifikacyjna całej rozprawy.

## **1. Określenie trafności wyboru i oryginalności problemu badawczego**

W pracy podjęto niezwykle wręcz ciekawy i ważny problem badawczy dotyczący ekspansji chińskich przedsiębiorstw na giełdach europejskich, rozpatrywanej w kontekście uwarunkowań wejścia na rynki kapitałowe poza krajem macierzystym. Problematyka ta wpisuje się w dynamicznie rozwijający się nurt badań nad internacjonalizacją przedsiębiorstw oraz funkcjonowaniem rynków kapitałowych w warunkach nasilających się powiązań globalnych i napięć geopolitycznych.

Choć nie jest to pierwsze opracowanie odnoszące się do determinant pierwszych ofert publicznych (IPO) czy też aktywności chińskich przedsiębiorstw na rynkach zagranicznych, to jednak – tak ze względu na ograniczoną liczbę wcześniejszych prac koncentrujących się na rynkach europejskich, jak i ze względu na wyraźne osadzenie analiz w aktualnym kontekście geopolitycznym – można z powodzeniem dostrzec oryginalność podjętego problemu badawczego. W literaturze przedmiotu zauważalna jest bowiem luka badawcza w zakresie analiz ukierunkowanych na region Europy, który zyskuje na znaczeniu jako kierunek ekspansji kapitałowej przedsiębiorstw z Chin.

Na szczególne podkreślenie zasługuje aktualność tematu, wynikająca z rosnącej obecności chińskich podmiotów na europejskich rynkach finansowych oraz zmieniających się uwarunkowań instytucjonalnych i politycznych tej obecności. W związku z powyższym wybór tematu pracy oceniam bardzo wysoko, uznając go zarówno za trafny, jak i oryginalny.

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

Cele i hipotezy badawcze zgodnie z zasadami prezentacji prac naukowych określono we wstępie (s. 11-12). Przedstawiony zestaw hipotez badawczych należy ocenić generalnie pozytywnie, jednak z pewnymi zastrzeżeniami dotyczącymi ich precyzji, operacjonalizacji oraz pełnej spójności z hipotezą główną.

Na wstępie należy podkreślić, że Autorka podejmuje trafny i jasno zdefiniowany problem badawczy, a hipotezy stanowią jego logiczne rozszerzenie poddające się empirycznej weryfikacji. Struktura podziału na hipotezę główną oraz hipotezy pomocnicze (ekonomiczne i instytucjonalne) jest poprawna i zgodna z przyjętym celem pracy, co świadczy o dobrej organizacji koncepcji badawczej.

Hipoteza główna, zgodnie z którą czynniki pozaekonomiczne stanowią główną siłę napędową ekspansji chińskich przedsiębiorstw na europejskie rynki kapitałowe, jest interesująca i

potencjalnie oryginalna, zwłaszcza w kontekście rosnącego znaczenia uwarunkowań instytucjonalnych i geopolitycznych. Wymagałaby ona jednak wyraźniejszego doprecyzowania, w szczególności poprzez jednoznaczne wskazanie, jakie konkretne czynniki „nieekonomiczne” są przedmiotem analizy oraz w jaki sposób będzie mierzona ich „dominująca” rola względem czynników ekonomicznych.

Hipotezy szczegółowe w grupie ekonomicznej (H1–H4) odnoszą się do klasycznych motywów wejścia na rynek giełdowy, takich jak zapotrzebowanie na kapitał, dostęp do inwestorów czy poprawa wyników finansowych. Ich dobór należy uznać za trafny i zgodny z literaturą przedmiotu. Pewne (drobne) wątpliwości budzi jednak ich charakter – część z nich ma raczej opisowy niż stricte weryfikowalny charakter (np. H3), a inne wymagają doprecyzowania (np. czy „potrzeba zwiększenia rentowności” jest mierzalna *ex ante*).

Hipotezy instytucjonalne (H5–H6) należy ocenić szczególnie pozytywnie, gdyż dobrze wpisują się w hipotezę główną oraz aktualny kontekst badań nad internacjonalizacją przedsiębiorstw. Słusznie uwzględniono zarówno uwarunkowania kraju przyjmującego, jak i kraju pochodzenia, co zwiększa kompletność ujęcia. Jednocześnie również w tym przypadku wskazane byłoby większe doprecyzowanie – zwłaszcza poprzez wskazanie konkretnych wymiarów jakości instytucjonalnej (np. jakość regulacji, ochrona inwestorów, stabilność polityczna), które będą podlegały analizie.

Z punktu widzenia kompletności zestawu hipotez można stwierdzić, że obejmują one kluczowe grupy czynników identyfikowanych w literaturze (ekonomiczne i instytucjonalne), co należy uznać za istotną zaletę pracy. Pewien niedosyt może jednak budzić brak wyraźnego odniesienia do czynników strategicznych, reputacyjnych (np. budowanie wiarygodności międzynarodowej – czy może również o to chodziło w H3?), czy wreszcie związanych z charakterystyką decydentów, które w literaturze dotyczącej zagranicznych IPO również odgrywają istotną rolę.

Niezależnie od powyższych uwag i sugestii uważam cele i hipotezy badawcze za sformułowane w sposób generalnie poprawny a ich kompletność względem treści pracy uważam za zadowalającą.

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

Rozprawa obejmuje wstęp poprzedzony wykazem skrótów, osiem logicznie powiązanych rozdziałów, zakończenie, spis tabel, wykresów oraz bibliografię. Układ pracy jest generalnie spójny i prawidłowy. Podobnie wewnętrzna struktura poszczególnych rozdziałów poprawna i obejmuje trzy do siedmiu podrozdziałów, w tym podsumowanie treści każdej z części.

Należy jednak zwrócić uwagę, że łączna objętość pracy to aż 342 strony i jest to praca doktorska, która w szczególności „powinna stanowić oryginalne rozwiązanie problemu naukowego”. Oczywiście wykazanie się „ogólną wiedzą teoretyczną w danej dyscyplinie naukowej” jest istotne, jednak przynajmniej część wątków rozdziału 1 ma charakter zbyt ogólny i wręcz podręcznikowy. W moim przekonaniu również rozważania rozdziałów 3-5 dałoby się skrócić (pomijając choćby np. kwestie dotyczące wymaganych szczegółów prospektów emisyjnych) i zmieścić w jednym, bez szkody dla logiki wywołu naukowego.

Z drugiej strony, jak zasugerowano powyżej, warto byłoby nieco rozszerzyć rozważania dotyczące czynników strategicznych, reputacyjnych (dają się odnaleźć w pracy, ale są rozproszone) czy związanych z charakterystyką decydentów (wspomniane tylko np. na s. 37 – Bai et al., 2020), które w literaturze dotyczącej zagranicznych IPO również odgrywają istotną rolę.

#### **4. Ocena stopnia zaawansowania zawartej w rozprawie wiedzy ogólnej i teoretycznej**

Zawarta w dysertacji wiedza teoretyczna z zakresu dyscypliny ekonomia i finanse została skumulowana w rozdziałach 1 – 2 (oraz częściowo w rozdziale 4) i ma w dominującej mierze charakter wtórny jako twórcza kompilacja istniejących opracowań. Jako wkład Autorki należałoby zaliczyć m.in. próby uporządkowania i syntezy istniejących definicji (i całego aparatu pojęciowego) czy interesujące porównawcze analizy SWOT emisji akcji na rynku krajowym i zagranicznym.

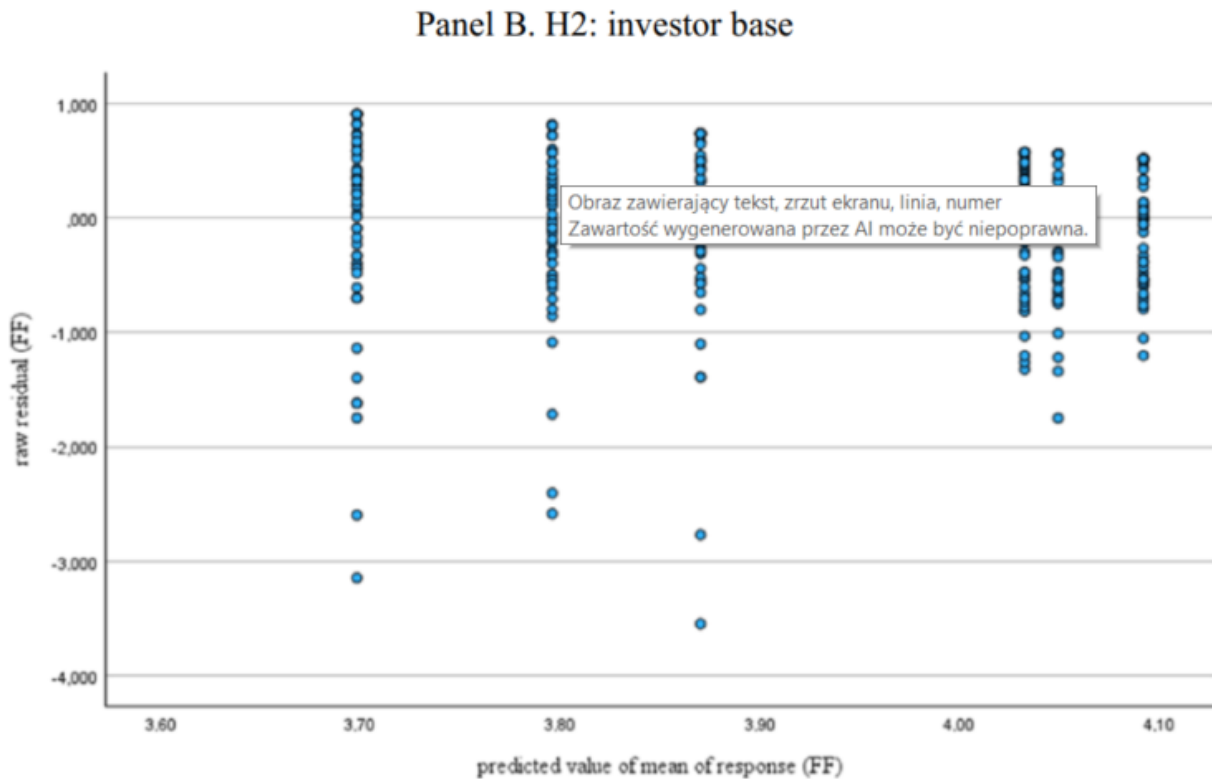
Należy przy tym podkreślić niezwykle wręcz bogaty przegląd literatury przedmiotu i erudycyjność wywołu łączącego wątki dyscypliny ekonomii i finanse ze świetną znajomością i zrozumieniem zagadnień prawnych (r. 4). Ze względu jednak na objętość rozprawy i tu należałoby rozważyć nieco większą selektywność w doborze literatury. W zamian można byłoby przedstawić jakiś choćby nieskomplikowany model decyzyjny dotyczący podjęcia (lub nie) działań zmierzających do IPO a w dalszej kolejności dotyczący wyboru krajowego lub zagranicznego rynku akcji. Byłoby to w moim przekonaniu świetne uzupełnienie i rozszerzenie bardzo dobrego schematu prezentującego proces zmierzający do pierwszej emisji publicznej (rys. 1.7, s. 40).

Podsumowując – część teoretyczna pracy stanowi w pełni satysfakcjonującą podstawę dalszych rozważań i świadczy o znacznej ogólnej wiedzy teoretycznej Autorki w dyscyplinie ekonomia i finanse.

## 5. Ocena formalnej strony rozprawy

Praca napisana jest bardzo starannie, w sposób świadczący o świetnej znajomości techniki pisania prac naukowych. Tym niemniej dają się zauważyć pewne drobne usterki, które na szczęście w najmniejszym stopniu nie utrudniają lektury. Przykłady takich zauważonych usterek i możliwych udoskonaleń to np.:

- rozwinięcia TEU i TFEU w wykazie skrótów (s. 8) [w tekście później prawidłowo (s. 113), choć tam z kolei TUE zamiast TEU]
- pomyłka pomiędzy Nasdaq Baltic a Nasdaq Nordic na rys. 4.4. (s. 121)
- drobne i nieliczne usterki w bibliografii (akceptowalne przy takiej obfitości źródeł)
- teksty alternatywne wykresów w rozdziale 7 widoczne po najechaniu na nie kursorem w pliku pdf („Obraz zawierający tekst, zrzut ekranu, linia, numer Zawartość wygenerowana przez AI może być niepoprawna”). Wydaje się, że na takie szczegóły warto zwracać większą uwagę (przykład poniżej).



## **6. Ocena znajomości metodologii badań**

Metodyka przeprowadzonych badań empirycznych została w pełni prawidłowo zaprezentowana w rozdziale 6. Metody dobrano odpowiednio do weryfikacji postawionych hipotez badawczych. Na szczególną uwagę zwraca wykorzystanie metody dopasowania na podstawie wyniku skłonności (*propensity score matching, PSM*) do doboru próby, dobór metod parametrycznych i nieparametrycznych do oceny adekwatności próby i porównań między firmami dokonującymi IPO w Chinach i w Europie, oraz uogólnionej metody szacowania równań (*generalized estimating equation, GEE*).

W odniesieniu do doboru próby za pomocą metody PSM mam jednak pewną drobną wątpliwość, która zapewne zostanie rozwiana podczas obrony. Metoda ta ma niewątpliwe zalety, polegające w szczególności na pełnej porównywalności wyników spółek *ex post*. Być może jednak spółki decydujące się na IPO w Europie a nie w Chinach są pod pewnymi względami wyjątkowe, czy przynajmniej wyróżniają się na tle całej próby spółek podejmujących IPO w Chinach. Stąd też ciekawe byłoby również uwzględnienie porównania (na ile to możliwe) statystyk dotyczących obu tych populacji (przed „zmatchowaniem”, a nie tylko po, jak w tabeli 7.2.). Dodatkowo – być może alternatywne podejście polegające na niezastosowaniu PSM a raczej np. oszacowaniu modelu logitowego pozwoliłoby na wskazanie czynników, które predestynują firmę do IPO w Europie *ex ante*.

Sama realizacja badań empirycznych budzi mój głęboki szacunek – tak ze względu na dobór metod, ich opis oraz uzyskane wyniki. Wszystkie one świadczą o doskonałym warsztacie badawczym Autorki i stanowią znaczący wkład do literatury przedmiotu.

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

Dysertacja jest niezwykle bogato udokumentowana – niemal 500 źródeł naukowych. Źródła te dobrane zostały odpowiednio tak pod względem tematyki jak poziomu, aktualności i związku z wywodem. Tym samym w moim przekonaniu znajomość, analiza i interpretacja źródeł stanowią jeden z wyraźnych atutów pracy.

Bardzo wysoko oceniam również materiał empiryczny – wykorzystanie różnorodnych baz danych oraz ich kompilację. Uwagi na temat analizy i interpretacji danych empirycznych przedstawiono powyżej w punkcie 6 – ogólnie jednak poziom ich można z powodzeniem uznać za bardzo dobry.

## **8. Ocena umiejętności poprawnego i przekonującego przedstawienia wyników**

Przebieg rozumowania i wywodu zaprezentowany w dysertacji jest logiczny i przekonujący, podobnie jak interpretacja uzyskanych wyników analizy. Ten ogólnie pozytywny obraz w pewnym (minimalnym) stopniu zaburzą:

- występujące powtórzenia, np. dotyczące hipotez (wstęp i rozdział 6), niektórych danych (tabela 5.5. i dolna część tabeli 8.8.)
- wrażenie „nadmiarowości” wynikające z objętości pracy, wielości wątków i kontekstów. Warto byłoby dokonać pewnej selekcji.

Jak jednak wspomniano wyżej te szczegółowe kwestie (podobnie jak inne drobne uwagi krytyczne wymienione w punktach 6-7 powyżej) nie wpływają na ogólnie bardzo pozytywny odbiór pracy.

## **9. Wskazanie dobrych i słabszych stron rozprawy**

Podsumowując wstępnie powyższe rozważania, z pełnym przekonaniem do zalet dysertacji zaliczam:

- podjęcie interesującego i trudnego problemu badawczego;
- bardzo bogaty przegląd literatury przedmiotu stanowiący podstawę teoretyczną pracy;
- sprawne poruszanie się Autorki w różnorodnych zbiorach i bazach danych;
- dość szeroki wykorzystany materiał empiryczny;
- dobór próby badawczej za pomocą metody PSM;
- zastosowanie innych zaawansowanych narzędzi ekonometrycznych (w szczególności GEE);
- ciekawe i niezłe udokumentowane wnioski.

Do słabszych stron rozprawy zaliczyłbym zaś w szczególności:

- zbyt dużą objętość dysertacji wynikającą przede wszystkim z braku odpowiedniej selekcji wątków i kontekstów oraz w pewnym (mniejszym) stopniu – powtórzeń;
- choć sporo miejsca poświęcono na występujące w literaturze rozróżnienie między determinantami a motywami zagranicznych IPO, to przyjęta strategia empiryczna nie pozwala na uwzględnienie ewentualnych różnic *ex ante* między firmami wybierającymi *listing* w Chinach i Europie, co utrudnia jasne wskazanie determinant, w szczególności wewnętrznych;
- dodatkowo – brak należytego uwzględnienia zmiennych wewnętrznych w postaci charakterystyk głównych decydentów oraz ewentualnie motywów strategicznych i reputacyjnych.

## 10. Pytania

Nawiązując do poruszanych w rozprawie kwestii chciałbym też poprosić Autorkę o odpowiedź na dwa następujące pytania:

1. W świetle przeprowadzonych przez Panią badań proszę wskazać na najważniejsze cechy, które wyróżniają chińskie firmy realizujące pierwsze oferty publiczne (IPO) na rynkach europejskich w porównaniu do tych, które dokonują tego na rynku krajowym (chińskim).
2. Proszę o odniesienie rozważań dotyczących determinant pierwszych ofert publicznych (IPO) chińskich przedsiębiorstw na rynkach europejskich do nurtu teorii wyższych szczebli zarządzania (*upper echelon theory*). Innymi słowy: jakie cechy decydentów chińskich przedsiębiorstw mogłyby sprzyjać podejmowaniu IPO na rynkach europejskich (np. w porównaniu do IPO w Chinach lub na rynkach pozaeuropejskich) i czy w ramach dostępnych danych dałoby się przeprowadzić badania na ten temat?

## 11. Konkluzja kwalifikacyjna całej rozprawy.

Biorąc pod uwagę wszystkie powyższe uwagi, całościowa ocena pracy jest jednoznacznie pozytywna. Tym samym uważam rozprawę doktorską mgr Sylwii Cieślik pt. „Expansion of Chinese companies to European stock exchanges” za **spełniającą wymagania stawiane rozprawom doktorskim** w świetle obowiązujących przepisów i wnoszę o dopuszczenie jej do publicznej obrony. Jednocześnie, wobec znaczących walorów poznawczych pracy, prawidłowe zastosowanie szeregu różnorodnych metod badawczych (w szczególności analizy i wizualizacji danych), proponuję jej **wyróżnienie**.