

Dr hab. Igor Postuła, prof. UW

Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Sylwii Cieślik**  
**pt. „*Expansion of Chinese Companies to European Stock Exchanges*”**  
**napisanej pod kierunkiem dr hab. Małgorzaty Janickiej, prof. UŁ oraz dr. Tomasza**  
**Sosnowskiego w dyscyplinie: ekonomia i finanse**

W związku z powołaniem mnie przez Komisję Uniwersytetu Łódzkiego ds. stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse na recenzenta rozprawy doktorskiej Pani magister Sylwii Cieślik pt. „*Expansion of Chinese Companies to European Stock Exchanges*”, przedkładam niniejszą opinię dotyczącą przedłożonej do oceny pracy. Recenzję sporządzam z uwzględnieniem kryteriów określonych w obowiązujących przepisach dotyczących nadawania stopnia doktora, w szczególności w zakresie oceny poziomu ogólnej wiedzy teoretycznej Doktorantki w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz jej umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

**Ocena ogólna**

Przedłożona do recenzji rozprawa doktorska poświęcona jest analizie determinant decyzji chińskich przedsiębiorstw o przeprowadzeniu oferty publicznej (IPO) na europejskich rynkach kapitałowych. Tematyka pracy jest aktualna, istotna poznawczo oraz wpisuje się w rosnące zainteresowanie badawcze międzynarodową ekspansją przedsiębiorstw z Chińskiej Republiki Ludowej, zwłaszcza w kontekście napięć geopolitycznych, zmian regulacyjnych oraz ewolucji globalnych rynków kapitałowych. Jednocześnie należy podkreślić, że systematyczne ujęcie Europy jako samodzielnego kierunku zagranicznych IPO chińskich spółek stanowi element wyraźnie rzadko obecny w literaturze przedmiotu. Autorka nie traktuje Europy jako peryferyjnego obszaru wobec USA czy Hongkongu, lecz jako odrębny biegun instytucjonalny i regulacyjny, co nadaje pracy walor oryginalności i realnie wypełnia zidentyfikowaną lukę badawczą.

Rozprawa podejmuje próbę połączenia dwóch porządków analitycznych: ekonomicznego (finansowego) oraz instytucjonalnego. Autorka stawia tezę, że decyzje chińskich spółek o IPO w Europie nie są determinowane przede wszystkim czynnikami ekonomicznymi, lecz w znacznej mierze wynikają z uwarunkowań instytucjonalnych, w szczególności regulacyjnych, politycznych i kulturowych. Konstrukcja pracy jest ambitna, a część empiryczna, zwłaszcza w zakresie hipotez ekonomicznych, została przygotowana ze starannością metodologiczną.

Jednocześnie należy wyraźnie zaznaczyć, że rozprawa jest obszerna w stosunku do zakresu problemu. Znaczna część wywodu, szczególnie w rozdziałach 1-4, ma charakter kompendialny i podręcznikowy. Skrócenie pracy, przy zachowaniu jej zasadniczych ustaleń, nie tylko nie obniżyłoby jej wartości naukowej, lecz w istotny sposób zwiększyłoby klarowność argumentacji i siłę przekazu.

Formułowane w dalszej części uwagi mają na celu wsparcie Autorki w dalszym rozwijaniu jej dorobku naukowego, w szczególności poprzez doprecyzowanie niektórych założeń teoretycznych i wzmocnienie argumentacji empirycznej w przyszłych publikacjach. Pomimo wskazanych poniżej uwag krytycznych, rozprawa stanowi dojrzałe opracowanie, potwierdzające kompetencje badawcze Autorki oraz jej dobrą orientację w literaturze przedmiotu.

## **I. Struktura rozprawy**

Struktura rozprawy mgr Sylwii Cieślik jest rozbudowana i zasadniczo logicznie podporządkowana głównemu problemowi badawczemu, choć nie w pełni konsekwentnie zhierarchizowana metodologicznie. Na poziomie ogólnym należy pozytywnie ocenić fakt, że konstrukcja pracy prowadzi czytelnika od szerokiego tła teoretycznego, poprzez analizę kontekstu chińskiego i europejskiego, do części empirycznej, w której następuje weryfikacja hipotez. Układ ten odpowiada klasycznej strukturze rozprawy doktorskiej i zapewnia czytelność narracyjną.

Jednocześnie struktura pracy budzi wątpliwości kompozycyjne i metodologiczne. Relacja między problemem badawczym, pytaniem badawczym i celem pracy nie została przedstawiona w sposób jednoznacznie uporządkowany. W rozprawie elementy te są do siebie bardzo zbliżone treściowo. Metodologicznie poprawna konstrukcja wymagałaby wyraźnego rozróżnienia luki poznawczej (problem), konkretnego pytania badawczego oraz celu jako zamierzonego rezultatu badania. Brak tej hierarchizacji osłabia precyzję konstrukcyjną pracy.

Rozdział pierwszy ma charakter wprowadzający i systematyzuje podstawowe pojęcia dotyczące IPO oraz funkcjonowania rynków kapitałowych. Jego pozytywną stroną jest

klarowność wywodu oraz uporządkowanie terminologii, co sprzyja spójności dalszej analizy i może pełnić funkcję porządkującą dla czytelnika spoza wąskiej specjalizacji finansowej. Jednak zakres tej części jest zbyt szeroki w stosunku do potrzeb badawczych rozprawy. Znaczna część wywodu ma charakter podręcznikowy i nie jest bezpośrednio wykorzystywana w dalszej analizie empirycznej. Skrócenie rozdziału nie wpłynęłoby negatywnie na wartość merytoryczną pracy, a zwiększyłyby jej koncentrację problemową.

Rozdział drugi zawiera rozbudowany przegląd teorii IPO i internacjonalizacji. Pozytywnie należy ocenić szeroki zakres literatury oraz próbę osadzenia pracy w różnych nurtach teoretycznych, od teorii finansowych, przez teorię internacjonalizacji, po podejścia instytucjonalne. Cennym elementem jest syntetyczne ujęcie motywów zagranicznych IPO w kontekście literatury międzynarodowej oraz wskazanie luki badawczej dotyczącej Europy jako rynku docelowego.

Słabszą stroną rozdziału jest brak jednoznacznego powiązania każdej z omawianych teorii z konkretnymi hipotezami empirycznymi. Przejście od teorii do operacjonalizacji (teoria → hipoteza → operacjonalizacja) mogłoby być wyraźniejsze. Część historyczno-terminologiczna dotycząca *cross-border listings* ma charakter porządkujący, jednak jej znaczenie analityczne jest ograniczone. Również wykres 2.3 ma charakter przede wszystkim ilustracyjny i nie stanowi elementu analizy.

Rozdział trzeci, poświęcony kontekstowi chińskiemu, zawiera zarówno elementy deskryptywne, jak i analityczne. Jego niewątpliwą zaletą jest szczegółowe omówienie regulacyjnych uwarunkowań IPO w Chinach oraz roli China Securities Regulatory Commission (CSRC). Część ta stanowi istotny wkład merytoryczny pracy, ponieważ pokazuje, że decyzja o IPO zagranicznym jest osadzona w krajowym systemie regulacyjnym i podlega mechanizmowi kontroli („bramkowaniu”) przez organy chińskie.

Wartościowe jest również uwzględnienie takich zjawisk jak struktury VIE (Variable Interest Entities), reforma *filing-based* regime oraz wpływ regulacji amerykańskich (HFCAA) na zmianę kierunków internacjonalizacji chińskich spółek. Te elementy istotnie wzmacniają analizę instytucjonalną.

Rozbudowany fragment dotyczący historii gospodarczej Chin ma charakter kontekstowy i poszerza tło interpretacyjne, jednak jego zakres mógłby zostać ograniczony bez szkody dla głównego wątku pracy. W szczególności podrozdział dotyczący wymogów regulacyjnych IPO oraz zezwoleń na IPO zagraniczne powinien zostać wyraźniej wyeksponowany jako centralny element analizy instytucjonalnej.

Rozdział czwarty analizuje europejskie rynki kapitałowe. Pozytywnym elementem jest wskazanie różnic między rynkami głównymi a alternatywnymi (np. AIM), co ma znaczenie dla

interpretacji danych empirycznych. Autorka trafnie zauważa, że segmentacja rynku wpływa na charakter notowań oraz wymagania regulacyjne.

Część historyczna dotycząca ewolucji instytucjonalnej rynków europejskich ma charakter informacyjny i porządkujący, jednak w niektórych fragmentach przyjmuje formę zbyt szerokiego opisu. Z punktu widzenia celu rozprawy wystarczające byłoby bardziej syntetyczne ujęcie.

Strukturalnie najmocniejszym elementem rozprawy są rozdziały empiryczne.

Rozdział siódmy jest spójny, klarownie zbudowany i logicznie prowadzi od operacjonalizacji zmiennych do interpretacji wyników. Układ tej części jest przejrzysty, a prezentacja wyników konsekwentna. Stanowi on najbardziej skoncentrowaną metodologicznie część pracy.

Rozdział ósmy ma charakter bardziej analityczno-interpretacyjny, lecz jego pozytywną stroną jest szerokie wykorzystanie danych instytucjonalnych oraz próba syntetycznego zestawienia różnic systemowych. Rozdział ten stanowi logiczne domknięcie konstrukcji rozprawy, choć jego charakter jest mniej sformalizowany metodologicznie niż części ilościowej.

Podsumowując, struktura rozprawy mgr Sylwii Cieślik jest logiczna w sensie narracyjnym i zasadniczo spójna z przyjętym problemem badawczym. Największą siłą konstrukcyjną są rozdziały empiryczne, które wyraźnie koncentrują się na weryfikacji hipotez.

Jednocześnie część teoretyczna i deskryptywna jest nadmiernie rozbudowana, a przejście od teorii do hipotez nie zawsze jest wystarczająco wyraźne. Skrócenie i lepsze powiązanie części teoretycznej z analizą empiryczną uczyniłoby strukturę bardziej zwartą, metodologicznie precyzyjną i argumentacyjnie silniejszą, przy zachowaniu jej zasadniczych walorów.

## **II. Metodologia i weryfikacja hipotez**

Część metodologiczna rozprawy mgr Sylwii Cieślik jest wyraźnie zróżnicowana pod względem rygoru badawczego. Rozdział siódmy, poświęcony hipotezom ekonomicznym (H1–H4), prezentuje wysoki poziom zaawansowania metodologicznego i spełnia standardy badań empirycznych w naukach o finansach i naukach o zarządzaniu. Rozdział ósmy, dotyczący hipotez instytucjonalnych (H5–H6), ma natomiast charakter przede wszystkim analityczno-interpretacyjny i nie osiąga porównywalnego poziomu formalnej weryfikacji empirycznej. Powoduje to istotną asymetrię dowodową w konstrukcji całej pracy.

### **1. Hipotezy ekonomiczne (H1–H4)**

Część ilościowa została przygotowana starannie i z wykorzystaniem właściwych narzędzi statystycznych. Zastosowanie Propensity Score Matching w celu ograniczenia błędu selekcji oraz modeli Generalised Estimating Equations dla danych panelowych świadczy o wysokiej świadomości metodologicznej Autorki. Należy przy tym zaznaczyć, że poziom zaawansowania zastosowanych metod statystycznych oraz poprawność ich implementacji odpowiada standardom badań publikowanych w renomowanych międzynarodowych czasopismach naukowych i wykracza poza przeciętny poziom prac doktorskich. Konstrukcja grupy badawczej i kontrolnej jest logiczna, a operacjonalizacja zmiennych finansowych, takich jak rentowność, zapotrzebowanie na kapitał, struktura finansowania czy dynamika sprzedaży, odpowiada standardom literatury z zakresu finansów przedsiębiorstw.

Hipotezy H1–H4 zostały poddane rygorystycznej analizie ilościowej, a uzyskane wyniki nie potwierdziły dominującej roli czynników finansowych jako motywu wyboru rynku europejskiego. Autorka logicznie wyprowadza wniosek, że skoro spółki debiutujące w Europie nie wykazują istotnych różnic finansowych względem spółek debiutujących w Chinach, to czynniki ekonomiczne nie stanowią kluczowej determinanty decyzji o lokalizacji IPO.

Z metodologicznego punktu widzenia należy jednak zwrócić uwagę na konstrukcyjne napięcie między treścią hipotez a zastosowaną metodą badawczą. Hipotezy sformułowane są w języku motywów decyzyjnych („*companies decide due to...*”), natomiast badanie analizuje przede wszystkim różnice finansowe między grupami oraz wyniki *ex post*. Oznacza to, że analiza nie rekonstruuje bezpośrednio procesu decyzyjnego (np. poprzez badania ankietowe, analizę dokumentów strategicznych czy wywiady), lecz testuje finansowe korelaty decyzji. Weryfikacja ma zatem charakter inferencyjny, a nie bezpośredni. Brak istotnych różnic finansowych nie jest dowodem braku motywu finansowego, lecz przesłanką osłabiającą jego znaczenie. Tego rodzaju wnioskowanie negatywne jest metodologicznie dopuszczalne, ale wymaga wyraźnego zaznaczenia ograniczeń interpretacyjnych.

Ograniczenie analizy do trzyletniego okresu obserwacji jest uzasadnione względami dostępności danych i spójności próby, jednak powinno być wyraźnie przedstawione jako kompromis między długością horyzontu czasowego a liczebnością próby. Trzy lata pozwalają uchwycić efekty krótkookresowe, lecz mogą być niewystarczające dla oceny długookresowych konsekwencji strategicznych.

## 2. Hipotezy instytucjonalne (H5–H6)

Poważniejsze zastrzeżenia metodologiczne dotyczą rozdziału ósmego i weryfikacji hipotez instytucjonalnych.

Autorka wykorzystuje szeroki zestaw źródeł: wskaźniki instytucjonalne (World Governance Indicators, Index of Economic Freedom, Fraser Institute), analizę kulturową

(Hofstede), analizę regulacyjną (w tym rolę CSRC), interpretację zmian prawnych (HFCAA, *filing-based regime* w Chinach), studia przypadków oraz analizę emisji GDR.

Pozytywnie należy ocenić zakres materiału oraz próbę triangulacji. Jednak przyjęte podejście ma charakter przede wszystkim porównawczo-deskryptywny. Autorka wykazuje różnice instytucjonalne między Chinami a wybranymi krajami europejskimi, lecz nie przeprowadza analizy pozwalającej wykazać zależność przyczynową między poziomem tych wskaźników a prawdopodobieństwem wyboru rynku europejskiego.

Nie zastosowano modelu statystycznego, w którym zmienną zależną byłaby decyzja o lokalizacji IPO, ani analizy prawdopodobieństwa wyboru rynku w zależności od różnic instytucjonalnych. Nie przeprowadzono analizy dokumentów decyzyjnych CSRC jako materiału empirycznego ani badań jakościowych (np. wywiadów z menedżerami czy doradcami transakcyjnymi), które pozwoliłyby zrekonstruować mechanizm decyzyjny. Nie wykorzystano również metod typu *process tracing*.

W konsekwencji hipotezy H5 i H6 zostały przekonująco uzasadnione teoretycznie, empirycznie zilustrowane i logicznie uprawdopodobnione, lecz nie zostały zweryfikowane w sensie silnym (*causal verification*). Tabela 8.9 wskazuje różnice systemowe, ale nie dowodzi, że różnice te determinują decyzję o IPO w Europie. Weryfikacja ma charakter kontekstowy i uprawdopodobniający, a nie testujący zależność przyczynową.

Szczególnie problematyczna jest konstrukcja hipotezy H6, która łączy w jednym twierdzeniu elementy regulacyjne, polityczne i instytucjonalne. Tak szeroka formuła utrudnia precyzyjną operacjonalizację i powoduje, że praktycznie każda różnica systemowa może zostać uznana za jej potwierdzenie. Z metodologicznego punktu widzenia hipoteza ta powinna być bardziej precyzyjna i zawierać jasno zdefiniowany mechanizm oddziaływania.

Dodatkowo użycie kategorii *non-economic factors* zamiast bardziej precyzyjnego określenia *institutional factors* wprowadza niepotrzebną niejednoznaczność terminologiczną. Analizowane czynniki mają charakter instytucjonalno-regulacyjny, a nie „nieekonomiczny” w sensie ogólnym.

Autorka dostrzega znaczenie zróżnicowania konstrukcji prawnych i instytucjonalnych badanych podmiotów, w szczególności omawia specyfikę struktur VIE oraz uwarunkowania regulacyjne związane z ekspansją chińskich spółek na rynki zagraniczne, jednak zagadnienie to zostało rozwinięte przede wszystkim w warstwie teoretycznej i kontekstowej, a w mniejszym stopniu wykorzystane jako odrębny wymiar analizy empirycznej. Zasadne byłoby wyraźniejsze uwzględnienie różnic między spółkami zarejestrowanymi w Chinach, podmiotami wykorzystującymi struktury VIE, spółkami zarejestrowanymi w jurysdykcjach *offshore* oraz

podmiotami formalnie zarejestrowanymi w Europie. Różnice te mają znaczenie instytucjonalne i prawne i mogłyby wpływać na interpretację wyników.

### 3. Asymetria dowodowa i jej konsekwencje

W konstrukcji pracy dostrzegalna jest wyraźna asymetria metodologiczna między częścią finansową a instytucjonalną. Czynniki finansowe zostały poddane rygorystycznej analizie ilościowej i w znacznym stopniu „sfalsyfikowane” jako dominująca determinanta. Czynniki instytucjonalne zostały natomiast wykazane przede wszystkim poprzez analizę porównawczą i interpretację kontekstu regulacyjnego. W rezultacie główna teza pracy, o dominującym znaczeniu czynników instytucjonalnych, opiera się na silnym osłabieniu alternatywy finansowej oraz umiarkowanie silnym uzasadnieniu alternatywy instytucjonalnej. Metodologicznie oznacza to, że teza ma charakter najlepszego dostępnego wyjaśnienia (*best available explanation*), a nie rozstrzygnięcia przyczynowego w sensie ścisłym. Nie przekreśla to wartości rozprawy, lecz ogranicza siłę twierdzeń formułowanych w kategoriach „determinant”.

Konkludując, część ilościowa rozprawy prezentuje wysoki poziom warsztatu badawczego i spełnia standardy badań empirycznych. Część instytucjonalna jest wartościowa analitycznie i dobrze osadzona w literaturze, lecz ma charakter bardziej interpretacyjny niż testujący. Rozprawa bardzo skutecznie osłabia hipotezę o dominującym znaczeniu czynników finansowych, natomiast w mniejszym stopniu dowodzi przyczynowej dominacji czynników instytucjonalnych. Uwagi te mają charakter doskonalący i nie podważają zasadniczej wartości pracy, lecz wskazują na obszary wymagające pogłębienia w dalszych badaniach.

### III. Ocena wkładu teoretycznego i empirycznego

Rozprawa posiada kilka istotnych walorów. Najważniejszym z nich jest systematyczne ujęcie Europy jako „trzeciego bieguna” obok USA i Hongkongu w analizie międzynarodowych IPO chińskich przedsiębiorstw. W literaturze anglosaskiej Europa bywa traktowana marginalnie. W niniejszej pracy staje się samodzielnym przedmiotem analizy. Takie ujęcie ma potencjał stać się punktem odniesienia dla dalszych badań nad regionalizacją globalnych rynków kapitałowych oraz zmianą geografii finansów międzynarodowych w warunkach napięć geopolitycznych.

Autorka trafnie pokazuje, że decyzja o IPO zagranicznym nie jest wyłącznie decyzją finansową, lecz podlega złożonemu procesowi regulacyjnemu po stronie chińskiej. Podrozdział dotyczący wymogów CSRC oraz zmian regulacyjnych (w tym *filing-based regime*) ma istotną wartość poznawczą.

Ważnym elementem jest również zwrócenie uwagi na różnice między rynkami głównymi a alternatywnymi (np. AIM). Specyfika tych segmentów ma znaczenie dla interpretacji danych i powinna być wyraźniej powiązana z wnioskami rozprawy.

Autorka słusznie podkreśla, że czynniki instytucjonalne, w tym regulacyjne, polityczne i kulturowe, mogą mieć większe znaczenie niż czynniki finansowe.

Do słabszych stron pracy należy nadmierna deskryptywność części teoretycznej oraz niewystarczająco wyeksponowane przejście od teorii do hipotez i ich operacjonalizacji. W niektórych miejscach analiza koncentruje się na różnicach systemowych, lecz nie przechodzi do wykazania mechanizmu przyczynowego.

W przyszłych badaniach zasadne byłoby uwzględnienie skali wymiany handlowej między Chinami a krajami goszczącymi IPO, co mogłoby stanowić dodatkową zmienną wyjaśniającą.

#### **IV. Język i formalna ocena rozprawy**

Rozprawa jest napisana poprawnym językiem akademickim. Styl jest klarowny, a terminologia zasadniczo używana poprawnie. Pojawiają się drobne nieścisłości terminologiczne (np. użycie „*public companies*” w znaczeniu SOEs), które jednak nie podważają ogólnej jakości opracowania. W tym kontekście warto również rozważyć doprecyzowanie nazewnictwa hipotez H1–H4, w których Autorka posługuje się kategorią „*economic factors*”. Analizowane w tej części pracy zmienne (m.in. wskaźniki zadłużenia, rentowności, struktury akcjonariatu, wielkości aktywów czy płynności) odnoszą się przede wszystkim do kondycji finansowej spółek oraz charakterystyki ich finansowania, a nie do szerszych uwarunkowań makroekonomicznych czy strukturalnych. Z tego względu bardziej precyzyjnym określeniem wydaje się termin „*financial factors*”, który lepiej oddaje zakres operacjonalizacji zmiennych oraz charakter przeprowadzonych analiz empirycznych.

Bibliografia jest obszerna i adekwatna tematycznie.

#### **Podsumowanie**

Rozprawa stanowi wartościowe i oryginalne opracowanie dotyczące determinant międzynarodowych IPO chińskich przedsiębiorstw. Jej największą siłą jest część empiryczna dotycząca hipotez ekonomicznych oraz bogata analiza kontekstu instytucjonalnego.

Najistotniejszą słabością jest nadmierna objętość oraz zbyt rozbudowana część teoretyczna, której skrócenie uczyniłoby wywód bardziej przejrzystym i skoncentrowanym.

Uwagi zawarte w niniejszej recenzji nie podważają zasadniczej wartości rozprawy.

## **Wniosek końcowy**

Przedłożona do recenzji rozprawa doktorska mgr Sylwii Cieślik pt. „*Expansion of Chinese Companies to European Stock Exchanges*” spełnia wymagania stawiane pracom doktorskim określone w obowiązujących przepisach prawa. Stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz potwierdza ogólną wiedzę teoretyczną i umiejętność samodzielnego prowadzenia badań naukowych przez Autorkę.

Biorąc pod uwagę oryginalność podjętego problemu, wysoki poziom zaawansowania metodologicznego części empirycznej, w szczególności w zakresie weryfikacji hipotez ekonomicznych, a także istotny wkład w rozwój badań nad międzynarodowymi IPO chińskich przedsiębiorstw, uważam, że rozprawa spełnia przesłanki pozwalające na jej wyróżnienie.

Wnoszę o dopuszczenie rozprawy do publicznej obrony oraz o rozważenie przyznania jej wyróżnienia.