

Gdańsk, 10 lipca 2024

Dr hab. Julia Koralun-Bereźnicka, prof. UG
Katedra Finansów Przedsiębiorstw
Wydział Zarządzania
Uniwersytet Gdański
julia.koralun-bereznicka@ug.edu.pl

RECENZJA

**w postępowaniu habilitacyjnym dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej
w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse
prowadzonym na Uniwersytecie Łódzkim**

I. Podstawy formalno-prawne recenzji

1. Pismo Przewodniczącego Komisji Uniwersytetu Łódzkiego do spraw stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse prof. dr hab. Rafała Matery z dnia 20 maja 2024 roku informujące o powołaniu mnie na recenzenta dorobku habilitacyjnego dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej w postępowaniu w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego przez Radę Doskonałości Naukowej.
2. Przesłana dokumentacja przygotowana przez Kandydatkę obejmująca: wniosek o przeprowadzenie postępowania, kopię dokumentu potwierdzającego posiadanie stopnia doktora nauk ekonomicznych, autoreferat prezentujący opis dorobku i osiągnięć naukowych, wykaz osiągnięć naukowych, treść publikacji włączonych do cyklu oraz oświadczenia o współautorstwie tychże publikacji.
3. Warunki nadania stopnia doktora habilitowanego zgodnie art. 219 ust. 1 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2018 r. poz. 1668, ze zm.), według których stopień doktora habilitowanego nadaje się osobie, która:
 - 1) posiada stopień doktora;
 - 2) posiada w dorobku osiągnięcia naukowe albo artystyczne, stanowiące znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny, w tym co najmniej:
 - a) 1 monografię naukową wydaną przez wydawnictwo, które w roku opublikowania monografii w ostatecznej formie było ujęte w wykazie sporządzonym zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 267 kryteria ewaluacji jakości działalności naukowej ust. 2 pkt 2 lit. a, lub
 - b) 1 cykl powiązanych tematycznie artykułów naukowych opublikowanych w czasopiśmie naukowych lub w recenzowanych materiałach z konferencji międzynarodowych, które w roku opublikowania artykułu w ostatecznej formie były ujęte w wykazie sporządzonym zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 267 kryteria ewaluacji jakości działalności naukowej ust. 2 pkt 2 lit. b, lub
 - c) 1 zrealizowane oryginalne osiągnięcie projektowe, konstrukcyjne, technologiczne lub artystyczne;
 - 3) wykazuje się istotną aktywnością naukową albo artystyczną realizowaną w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej lub instytucji kultury, w szczególności zagranicznej.

II. Przebieg pracy naukowej

Dr Agata Gniadkowska-Szymańska ukończyła studia magisterskie w zakresie ekonomii (specjalność: inwestycje kapitałowe) na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym



Uniwersytetu Łódzkiego w 2008 r. oraz w zakresie finansów i bankowości (specjalność: bankowość) na tym samym wydziale Uniwersytetu Łódzkiego w 2009 r. W roku 2017 na tymże wydziale uzyskała stopień doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii na podstawie rozprawy pt. *Płynność obrotu a stopa zwrotu z akcji na przykładzie giełdy papierów wartościowych w Warszawie*, której promotorem był prof. dr hab. Jerzy Gajdka. Obecnie pracuje na stanowisku adiunkta w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, w Instytucie Logistyki i Informatyki na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego. Poprzednio pracowała w Katedrze Rynku i Inwestycji Kapitałowych w Instytucie Finansów na tym samym wydziale, a także jako wykładowca i (lub) trener na Wydziale Ekonomii i Zarządzania w Uczelni Łazarskiego w Warszawie. W ramach studiów doktoranckich na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym w Uniwersytecie Łódzkim była również wykładowcą w Katedrze Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego.

W 2024 r. dr Agata Gniadkowska-Szymańska złożyła wniosek o przeprowadzenie postępowania habilitacyjnego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse przez Radę Doskonałości Naukowej Uniwersytetu Łódzkiego. Jako osiągnięcie naukowe, wynikające z art. 219 ust. 1 pkt. Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. z 2018 poz. 1668 ze zm.), będące podstawą ubiegania się o nadanie stopnia doktora habilitowanego Kandydatka wskazała cykl publikacji zatytułowany: *Ocena kondycji finansowo-ekonomicznej spółki mierzona za pomocą modeli dyskryminacyjnych jako determinanta wzrostu przedsiębiorstwa*.

III. Ocena głównego osiągnięcia naukowego

Za osiągnięcie naukowe Habilitantka uznała „cykl publikacji związanych z problemami oceny kondycji finansowo-ekonomicznej przedsiębiorstw mierzonej za pomocą modeli dyskryminacyjnych a wzrost przedsiębiorstwa”. Cykl ten zatytułowała: *Ocena kondycji finansowo-ekonomicznej spółki mierzona za pomocą modeli dyskryminacyjnych jako determinanta wzrostu przedsiębiorstwa*.

Przedłożony do oceny cykl publikacji zawiera 8 artykułów naukowych w języku angielskim opublikowanych w czasopismach punktowanych przez Ministerstwo Edukacji i Nauki lub Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego. Trzy z tych artykułów posiadają Impact Factor (IF).

Dwa artykuły z cyklu zostały opracowane samodzielnie przez Kandydatkę. Są to publikacje najwyższej punktowane (po 70 p. MEiN/MNiSW), wydane nakładem Wydawnictwa Narodowego Banku Polskiego na łamach czasopisma *Bank i Kredyt*.

Pozostałe sześć publikacji zostało opracowanych we współautorstwie. Cztery z sześciu artykułów współautorskich zostały napisane wraz z dr hab. Moniką Bolek, prof. UŁ. Są to publikacje w większości czterdziestopunktowe, w tym jedna z IF – wydana nakładem wydawnictwa Springer Nature. Jeden z artykułów napisanych we współautorstwie z M. Bolek – za 20 p. – wydany został przez wydawnictwo Inderscience Publishers. Dr Agata Gniadkowska-Szymańska swój udział w tworzeniu tych publikacji ocenia na 50%. Wkład ten we wszystkich przypadkach polegał na przygotowaniu bazy danych wykorzystanych do dalszych obliczeń, napisaniu wprowadzenia i omówieniu teorii. Omówienie to Habilitantka niesłusznie utożsamia z przeglądem literatury przedmiotu. Omówienie teorii w artykule naukowym dotyczy jednej lub kilku teorii, które stanowią podstawę teoretyczną badań prowadzonych przez autora. Przegląd literatury natomiast jest analizą dotychczasowych osiągnięć w danym obszarze, mającą na celu kontekstualizację badań i identyfikację luk badawczych. W dwóch przypadkach współautorskich artykułów wkład Habilitantki polegał również na przeprowadzeniu dyskusji i omówieniu wyników.

Pozostałe dwa artykuły współautorskie powstały w zespołach kilkuosobowych. Są to publikacje posiadające IF za 40 i 70 p. W pierwszym z nich, napisanym wraz

z P. Pietraszewskim i M. Bolek, opublikowanym przez wydawnictwo Springer Nature, dr Agata Gniadkowska-Szymańska swój wkład ocenia na 33%. W drugim, napisanym w zespole czteroosobowym, Kandydatka swój udział w tworzeniu publikacji ocenia na 40%.

Łączna liczba uzyskanych punktów MNiSW/MEiN za publikacje zgłoszone do cyklu wynosi 390, zaś 5-letni Impact Factor (IF5) – 4,05. Są to parametry łączne dla wszystkich autorów. Biorąc od uwagę zadeklarowany w autoreferacie wkład procentowy, na dr Agatę Gniadkowską-Szymańską przypadałoby około 251 punktów, natomiast przeliczony IF5 wyniósłby 0,59.

W dalszej części recenzji omówieniu podlegają poszczególne artykuły wskazane jako elementy cyklu publikacji w kolejności podanej w autoreferacie.

[1] Gniadkowska-Szymańska, A. (2021), **Liquidity of assets and liquidity of shares: the example of the Warsaw Stock Exchange**, Bank i Kredyt, Narodowy Bank Polski, 52(1), 1–22.

- Wydawnictwo: Narodowy Bank Polski,
- Punkty MEiN/MNiSW: 70,
- Udział: samodzielna publikacja.

Cel artykułu rozpoczynającego cykl określono jako „przedstawienie problemu płynności finansowej i płynności aktywów na rynku finansowym oraz zbadanie, czy istnieje związek między płynnością aktywów przedsiębiorstwa a płynnością jego akcji notowanych na rynku kapitałowym”. Cel ten w części dotyczącej przedstawienia problemu oceniam jako źle sformułowany, gdyż celem opracowania naukowego nie powinno być przedstawienie jakiegoś problemu, lecz raczej próba jego rozwiązania. Postawiona hipoteza badawcza zakłada, że istnieje statystycznie istotny związek pomiędzy płynnością obrotu akcjami a płynnością aktywów przedsiębiorstwa. Niestety, w opracowaniu nie wskazano teorii, na podstawie której sformułowano ową hipotezę. Nie założono też kierunku relacji.

Badanie przeprowadzono na grupie 221 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) w okresie od 30 kwietnia 2012 roku do 31 grudnia 2017 roku. Podmioty te były notowane przez cały okres badawczy, należały do indeksu WIG, a ich akcje były notowane na rynku ciągłym. Przedmiotem badania są zmienne związane z płynnością akcji i aktywów. Zależnymi zmiennymi są płynność akcji, która jest mierzona za pomocą trzech wskaźników: spreadu, współczynnika ILLIQ (wskaźnik płynności Amihuda) oraz wskaźnika obrotowości. Z kolei zmiennymi objaśniającymi są wskaźniki płynności aktywów, które obejmują cztery miary: WAL1, WAL2, WAL3 oraz MWAL. Dodatkowo, w badaniu uwzględniono zmienne kontrolne, do których należą: ROA (zwrot z aktywów), P/BV (wskaźnik cena do wartości księgowej), VOL (zmiennosc cen akcji), CAP (kapitalizacja rynkowa) oraz BHAR (ponadprzeciętna stopa zwrotu z akcji). Zastosowano modele ekonometryczne OLS, analizując współliniowość oraz specyfikację modelu za pomocą testu RESET. Autorka nie wyeliminowała zmiennych nieistotnych z oszacowanych modeli, co mogłoby mieć wpływ na ostateczne wyniki. Przeprowadzono również analizę korelacji zmiennych, niestety nie wskazując poziomu istotności współczynników.

Główne wnioski z przeprowadzonej analizy wskazują na istotny związek między płynnością aktywów a płynnością akcji. Zidentyfikowano, że wskaźniki WAL1, WAL3 oraz MWAL mają wpływ na spread: WAL1 działa negatywnie, natomiast WAL3 i MWAL pozytywnie. Wszystkie wskaźniki WAL1, WAL2, WAL3 oraz MWAL mają negatywny wpływ na wskaźnik ILLIQ. W odniesieniu do *turnover ratio*, stwierdzono, że WAL3 ma negatywny wpływ, podczas gdy MWAL wpływa pozytywnie. Dodatkowo, zmienność cen

akcji oraz kapitalizacja rynkowa okazały się istotnymi czynnikami wpływającymi na płynność akcji.

Autorka podejmuje próbę wyjaśnienia różnych kierunków związku między płynnością aktywów a płynnością akcji, jednak nie odnosi swoich wyników do żadnej teorii. Wyjaśnienia opierają się wyłącznie na wynikach empirycznych i wcześniejszych badaniach, które sugerują zarówno pozytywne, jak i negatywne relacje między tymi zmiennymi.

W opracowaniu nie wskazano, w jaki sposób artykuł wzbogaca istniejący stan wiedzy w zakresie relacji między płynnością aktywów i akcji. W mojej ocenie pomysł analizy zależności między tymi parametrami nie jest nowy w literaturze, na co chociażby wskazuje sama Autorka powołując się na poprzednie badania m. in. Gopalan i in. (2009) czy Gopalan i in. (2012). Zastosowana metodyka badawcza – choć dość solidna i wiarygodna – również nie jest nowatorska. Obszar objęty analizą ograniczono do jednego rynku, co sprawia, że badanie trudno nazwać kompleksową analizą porównawczą, a jego wyniki prawdopodobnie nie wzbudzą szerszego zainteresowania na skalę międzynarodową.

[2] Bolek, M., Gniadkowska-Szymańska, A. (2021), **The Condition of Companies and their Growth Based on the Example of Companies Included in WIG and DAX Indices**, *Finanse i Prawo Finansowe*, 2(30), 25–44.

- Wydawnictwo: Uniwersytet Łódzki,
- Punkty MEiN/MNiSW: 40,
- Udział: 50% (przygotowanie bazy danych, napisanie wprowadzenia, omówienie teorii).

Celem drugiego artykułu z cyklu – powstałego we współpracy z M. Bolek – jest omówienie kondycji przedsiębiorstw oraz ich wzrostu mierzonego zyskiem na akcję (EPS), sprzedażą, aktywami i kapitałem własnym. Autorki badają, w jaki sposób kondycja finansowa przedsiębiorstw, oceniana za pomocą modelu Z-score Altmana, jest związana z ich wzrostem. Cel artykułu uważam ponownie za niedopracowany; nie powinno nim być omówienie zjawiska bądź relacji, a raczej jej zbadanie.

Sformułowana przez Autorki hipoteza zakłada, że kondycja firm mierzona punktami modelu Z-score Altmana jest związana z ich wzrostem, a wskaźniki stosowane w tym modelu wpływają na wzrost przedsiębiorstw mierzony wzrostem EPS, sprzedażą, aktywów i kapitału własnego. Chociaż w artykule występuje jedno odwołanie do teorii wzrostu (w streszczeniu), to nie ujawniono o jaką teorię chodzi i czyjego autorstwa. Zgodnie z informacjami przedstawionymi w autoreferacie, wkład dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej w powstanie artykułu obejmował m.in. omówienie teorii. W opracowaniu nie znajduję takiego omówienia głównych nurtów teoretycznych leżących u podstaw podjętego badania, natomiast Autorki szeroko odwołują się do wcześniejszych badań i literatury, aby wesprzeć swoje metody i hipotezę.

Badanie przeprowadzono na dwóch grupach spółek: jednej reprezentującej podmioty notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (indeks WIG) i drugiej obejmującej spółki notowane na giełdzie niemieckiej (indeks DAX). Badanie obejmuje dane od 31 marca 2012 r. do 31 grudnia 2017 r. dla 152 spółek z indeksu WIG i 17 spółek z indeksu DAX. W badaniu uwzględnione zostały zmienne zależne, takie jak wzrost EPS, wzrost sprzedaży, wzrost aktywów oraz wzrost kapitału własnego. Zmienne niezależne to wskaźniki z modelu Z-score Altmana. Do tych wskaźników należą: kapitał obrotowy w stosunku do aktywów (WC/TA), skumulowane zyski zatrzymane w stosunku do aktywów (CRE/TA), zysk operacyjny w stosunku do aktywów (EBIT/TA), wartość rynkowa kapitału w stosunku do księgowej wartości długu (MVE/BVD) oraz sprzedaż w stosunku do aktywów (S/TA).

W badaniu zastosowano korelację Pearsona i Spearmana w celu analizy związków między punktami modelu Z-score Altmana a miarami wzrostu. Dodatkowo, zastosowano modele

logitowe do analizy wpływu wskaźników składających się na model Z-score Altmana na wzrost EPS, sprzedaży, aktywów i kapitału własnego. Metody te są powszechnie stosowane i przystają do realizacji przyjętego celu, natomiast zastrzeżenia budzi m.in. ponownie brak eliminacji zmiennych nieistotnych statystycznie albo chociażby krótkie uzasadnienie pozostawienia tych zmiennych w prezentowanych oszacowaniach. Włączenie zmiennych, które nie mają istotnego wpływu na zmienną zależną, może prowadzić do zwiększenia wariancji szacunków dla wszystkich parametrów w modelu. To z kolei może skutkować szerszymi przedziałami ufności i mniej precyzyjnymi szacunkami. Ponadto, jeśli wiele zmiennych nie jest istotnych, co ma miejsce np. w modelu, dla którego oszacowania są prezentowane w Tabeli 15, trudniej jest wyciągnąć klarowne i jednoznaczne wnioski na podstawie wyników, co osłabia ich wiarygodność i użyteczność. Nie jest także jasne, dlaczego przy szacowaniu modelu dla spółek z indeksu WIG za zmienną objaśnianą przyjęto logarytm wzrostu EPS (log EPS growth), zaś dla spółek z indeksu DAX logarytm EPS (log EPS), jak wynika z Tabel 8 i 9, odpowiednio.

We wnioskach z badania Autorki wskazują, że modele dyskryminacyjne, takie jak model Z-score Altmana, mogą służyć do oceny kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw, ale interpretacja wyników powinna uwzględniać fakt, że strategie uznawane przez model za ryzykowne mogą być związane z wyższym wzrostem EPS. W szczególności badanie potwierdziło negatywny związek między punktami modelu Z-score Altmana a wzrostem EPS, co sugeruje, że spółki z niższymi wynikami Z-score mają tendencję do wyższych wskaźników wzrostu EPS.

Zastosowanie modelu Z-score Altmana, który został opracowany na podstawie danych amerykańskich firm w latach 60-tych, do oceny kondycji finansowej spółek na rynkach europejskich, rodzi pewne wątpliwości. Wprawdzie wskaźniki finansowe w modelu Altmana są powszechnie używane i uznawane na całym świecie, a zatem mogą dostarczać wartościowych informacji o kondycji finansowej przedsiębiorstw niezależnie od rynku. Jednakże rynki europejskie różnią się od amerykańskiego pod względem regulacji, praktyk księgowych, struktur finansowych i kulturowych. Różnice te mogą wpływać na trafność predykcji modelu Altmana. Ponadto, upływ czasu między powstaniem modelu a przeprowadzeniem omawianego badania wskazuje na zasadność ponownej kalibracji modelu, tak aby jego wyniki lepiej odzwierciedlały aktualne warunki rynkowe. Byłoby dobrze, gdyby Autorki choć zdawkowo wyraziły w artykule świadomość tych niedopasowań.

W opracowaniu nie wskazano, w jaki sposób artykuł wzbogaca istniejący stan wiedzy w zakresie relacji między wzrostem przedsiębiorstw a wybranymi wskaźnikami finansowymi. W mojej ocenie pomysł analizy zależności między tymi parametrami nie jest nowy w literaturze; podobne próby na innych rynkach podejmowali np. Marjohan (2020) czy Janie i Rosyati (2022), choć nie jest to podejście powszechne. Zatem za wartość artykułu można uznać przeprowadzoną analizę porównawczą dwóch rynków europejskich w kontekście relacji między przyrostami zmiennych odzwierciedlających wzrost przedsiębiorstwa a wartościami wskaźników finansowych.

Podsumowując, chociaż wcześniejsze badania stosowały model Altmana w różnych krajach i analizowały wzrost przedsiębiorstw, podejście łączące te elementy w kontekście porównawczym rynków WIG i DAX jest rzadziej spotykane i dostarcza nowych wniosków na temat różnic i podobieństw między tymi rynkami.

[3] Bolek, M., Gniadkowska-Szymańska, A. (2022), **Is the Growth of Companies Influencing Their Financial Condition Depending on Their Size: S&P 500 Listed Companies Example**, Asia-Pacific Financial Markets, 1–15.

- Wydawnictwo: Springer Nature,
- Punkty MEiN/MNiSW: 40,
- IF5: 1,5,



- Udział: 50% (przygotowanie bazy danych, napisanie wprowadzenia, omówienie teorii, przeprowadzenie dyskusji).

Główny cel trzeciego w kolejności artykułu z omawianego cyklu „jest związany z analizą wzrostu zysków na akcję (EPS) i kondycją finansową firm, mierzoną modelem Altman Z-score, i ich relacji”. Takie sformułowanie celu uważam za niepotrzebnie zawile. Cel wystarczyłoby określić po prostu jako zbadanie relacji między wspomnianymi zmiennymi.

Hipoteza badawcza zakłada, że wzrost EPS ma pozytywny wpływ na kondycję finansową firm mierzoną Altman Z-score, z uwzględnieniem różnic w zależności od wielkości firmy. Badaniem objęto spółki notowane w indeksie S&P 500 na rynku amerykańskim, w okresie od 1996 do 2018 roku. Próba badawcza obejmuje 16 457 rocznych obserwacji tych firm.

Warto zauważyć, że w zakresie relacji między zmiennymi zdefiniowanymi jako objaśniane i objaśniające, jest to podejście odwrotne do zastosowanego w poprzednim artykule [2], w którym zakładano i wykazywano, że wskaźniki stanowiące składowe zmienne modelu Z-score Altmana wpływają na wzrost przedsiębiorstw mierzony m. in. wzrostem EPS. W omawianym opracowaniu [3] kondycja finansowa mierzona modelem Altman Z-score występuje jako zmienna zależna. Zmienne objaśniające natomiast to wzrost EPS w okresach trzech i pięciu lat oraz wielkość firmy mierzona całkowitymi aktywami. W tym kontekście interesujące byłoby wyjaśnienie, dlaczego Autorki uważają, że na rynkach europejskich to wzrost EPS uzależniony jest od wskaźników finansowych, zaś na rynku amerykańskim to wzrost determinuje kondycję finansową. Dobór zmiennych kontrolnych w modelu uważam za skromny; oprócz trzy- lub pięcioletniego wzrostu EPS uwzględniono tylko logarytm aktywów odzwierciedlający wielkość podmiotów. Bardziej kompleksowe podejście uwzględniające dodatkowe zmienne kontrolne, takie jak polityka dywidendowa, innowacyjność czy specyfika branży, mogłoby dostarczyć pełniejszego obrazu relacji między wzrostem EPS a kondycją finansową firm.

W badaniu zastosowano metodykę podobną do użytej w poprzednim opracowaniu w postaci analizy korelacji Pearsona i Spearmana. Ponadto, w celu zbadania zależności między wzrostem EPS a modelem Altman Z-score, oszacowano modele danych panelowych OLS z efektami stałymi.

Główne wnioski z analizy wyciągnięte przez Autorki wskazują, że zależność między wzrostem EPS a modelem Altman Z-score jest nieliniowa. Mniejsze firmy wykazują wyższy wskaźnik wzrostu i lepszą kondycję finansową w porównaniu do większych przedsiębiorstw. W większości przypadków wzrost EPS ma pozytywny wpływ na Altman Z-score, szczególnie w odniesieniu do mniejszych firm. Jednakże, dla firm średniej wielkości, wzrost EPS negatywnie wpływa na ich kondycję finansową. Ogólnie rzecz biorąc, kondycja finansowa przedsiębiorstw, mierzona modelem Altman Z-score, pogarsza się wraz ze wzrostem wielkości firmy.

Za mocną stronę artykułu uważam pogłębienie badania poprzez identyfikację efektu rozmiaru przedsiębiorstwa w badanych relacjach oraz próbę wyjaśnienia przyczyn znalezionych prawidłowości w zależności od wielkości firmy. Autorki dość szczegółowo analizują, jak różne poziomy wzrostu EPS wpływają na kondycję finansową firm mierzoną modelem Altman Z-score, uwzględniając przy tym wielkość przedsiębiorstwa. Jednakże, podobnie jak w poprzednio omawianych opracowaniach, w artykule brakuje odniesienia wniosków do uznanych teorii ekonomicznych i zarządzania, które mogłyby dodatkowo wzmocnić interpretację wyników. W szczególności, artykuł mógłby skorzystać na odniesieniu do takich teorii jak teoria cyklu życia przedsiębiorstw (Life Cycle Theory), która wyjaśnia, jak firmy przechodzą przez różne etapy rozwoju, wpływające na ich zdolność do wzrostu i zarządzania (Penrose, 1959; Greiner, 1972); teoria agencji (Agency Theory), która mogłaby pomóc wyjaśnić wspomniane przez Autorki problemy zarządzania i nadzoru, szczególnie w kontekście większych firm (Jensen i Meckling, 1976); oraz teoria efektywności skali

(Economies of Scale), która wyjaśnia, jak korzyści skali mogą wpływać na koszty i efektywność operacyjną w większych firmach (Smith, 1776; Marshall, 1980). Włączenie tych teorii dostarczyłoby bardziej kompleksowego wyjaśnienia zaobserwowanych zjawisk i relacji między dynamiką wzrostu a kondycją finansową firm w zależności od ich wielkości. Brak powiązania empirycznych wniosków z teorią osłabia wartość akademicką tego opracowania.

[4] Gniadkowska-Szymańska, A. (2022), **The liquidity of shares and the risk of bankruptcy**, Bank i Kredyt, 53(6), 2022, 565–586.

- Wydawnictwo: Narodowy Bank Polski,
- Punkty MEiN/MNiSW: 70,
- Udział: Samodzielna publikacja.

Czwarty w kolejności artykuł z cyklu przedstawionego do oceny jest samodzielnym opracowaniem dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej. Autorka cel artykułu sformułowała jako „przedstawienie problemu związku między płynnością akcji a ryzykiem upadłości przedsiębiorstwa”. Podobnie jak wcześniej, cel uważam za sformułowany niewłaściwie. W mojej ocenie prostsze i trafniejsze byłoby określenie celu jako zbadania związku między wspomnianymi zjawiskami.

Hipoteza badawcza zakłada, że istnieje statystycznie istotna zależność między płynnością akcji a ryzykiem upadłości przedsiębiorstwa. Niestety, Autorka nie zakłada kierunku tej zależności, chociaż w wielu opracowaniach, w tym również cytowanych w omawianym artykule (Amihud i Mendelson, 1986; Chordia i in., 2000), można znaleźć teoretyczne podstawy wyjaśniające, jak płynność rynku akcji może wpływać na stabilność finansową przedsiębiorstw poprzez redukcję ryzyka inwestycyjnego.

Badanie obejmuje spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (indeks WIG), na giełdzie we Frankfurcie (indeks DAX) oraz na giełdach krajów bałtyckich notowanych na Nasdaq w Tallinie, Rydze i Wilnie (indeks OMXBBGI). Zmienną zależną jest ryzyko upadłości przedsiębiorstwa mierzone jest za pomocą wskaźnika EDF (Expected Default Frequency). Z kolei zmiennymi objaśniającymi są różne miary płynności akcji, w tym spread, wskaźnik obrotu (*turnover ratio*) oraz miara płynności Amihuda (ILLIQ).

Badanie obejmuje analizę regresji wielorakiej, gdzie badane są związki między płynnością akcji a ryzykiem upadłości przy uwzględnieniu zmiennych kontrolnych takich jak wartość kapitału własnego, wartość zobowiązań, stopa zwrotu z akcji, zyskowość aktywów (ROA) i zmienność ceny akcji. Analizy przeprowadzono na danych z okresu od 31 marca 2012 do 31 grudnia 2017. Wyrażnym odniesieniem teoretycznym i empirycznym dla artykułu autorstwa dr Gniadkowskiej-Szymańskiej jest badanie Brogaard i in. (2017).

Wyniki badań potwierdzają statystycznie istotną zależność między płynnością obrotu akcjami a ryzykiem upadłości przedsiębiorstwa. Wyższa płynność akcji, mierzona spreadem i wskaźnikiem obrotu, jest związana z niższym ryzykiem upadłości.

Mocną stroną artykułu jest objęcie analizą spółek z trzech różnych giełd, co pozwala na uzyskanie informacji o efektach regionalnych występujących w zależności między płynnością akcji a ryzykiem upadłości przedsiębiorstw. Słabszą natomiast jest brak głębszej analizy mechanizmów, przez które płynność wpływa na stabilność finansową przedsiębiorstw.

Autorka sugeruje, że efektem jej badania jest wskazanie dodatkowej zmiennej, którą inwestorzy i analitycy rynku powinni brać pod uwagę przy wycenie papierów wartościowych i szacowaniu zwrotu z inwestycji. Jednak zmienna ta, czyli płynność akcji, nie jest nowa w kontekście jej wpływu na ryzyko, w tym ryzyko upadłości, o czym świadczą wcześniejsze badania cytowane w opracowaniu. Artykuł dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej stanowi raczej potwierdzenie zależności znanych z innych rynków w regionach objętych jej badaniem.

[5] Bolek, M., Gniadkowska-Szymańska, A. (2022), **Are Bankruptcy Models Adequate for Condition Assessment of Companies Listed on Warsaw Stock Exchange?**, *Financial Internet Quarterly*, 18(2), 1–12.

- Wydawnictwo: Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie,
- Punkty MEiN/MNiSW: 40,
- Udział: 50% (przygotowanie bazy danych, omówienie teorii, omówienie wyników).

Kolejny artykuł, piąty w cyklu, jest ponownie efektem współpracy Habilitantki z M. Bolek. Cel wyartykułowany na początku opracowania to po przetłumaczeniu: „przedstawienie modeli wczesnego ostrzegania stosowanych w procesie rozpoznawania bankructwa, które powinny spełniać warunki dobrej kondycji ekonomicznej”. Zarówno w oryginalnej wersji językowej, jak i w przekładzie na język ojczysty, zrozumienie tak sformułowanego celu było dla mnie niemożliwe bez uważnej lektury całości opracowania. Wynika z niej, że celem Autorek jest sprawdzenie, czy wybrane modele prognozowania bankructwa adekwatnie odzwierciedlają dobrą kondycję przedsiębiorstw – jak zresztą sugeruje pytanie zawarte w tytule artykułu.

Hipoteza testowana w artykule zakłada negatywny związek między sygnałami modeli dyskryminacyjnych a wzrostem EPS w spółkach notowanych na GPW w Warszawie. Zdaniem Autorek, pozytywne wyniki modeli wczesnego ostrzegania przed bankructwem wskazywałyby, że modele te mogą być stosowane do oceny kondycji ekonomicznej spółki na rynku kapitałowym, podczas gdy negatywne wyniki stanowiłyby potwierdzenie ograniczenia w bezpośrednim zastosowaniu tych modeli do oceny kondycji ekonomicznej spółek. Autorki nie precyzują tu jednak, czy są jakieś możliwości zastosowań pośrednich i na czym one polegają.

Badaniem objęto 180 spółek niefinansowych należących do indeksu WIG i notowanych na GPW w całym okresie 2012–2019. Za zmienną zależną, podobnie jak w artykule [2], przyjęto wzrost EPS. Zmienne objaśniające natomiast to wskaźniki finansowe zawarte w modelach Altmana oraz Gajdki i Stosa. Jako narzędzia badawcze ponownie zastosowano korelację oraz modele regresji liniowej.

Autorki wnioskuje, że istnieje negatywna korelacja między wzrostem EPS a wskaźnikami modeli dyskryminacyjnych, co wskazuje na ograniczenia modeli wczesnego ostrzegania przed bankructwem w bezpośrednim zastosowaniu do oceny kondycji ekonomicznej spółek.

Koncepcja tego opracowania jest bardzo zbliżona do dwóch artykułów tych samych Autorek ([2] i [3]). Podobieństwa między tymi trzema artykułami dostrzegam w zakresie celu i przeważnie niewłaściwego sposobu jego formułowania, hipotez badawczych, doboru zmiennych i metod. W Tabeli 1 przedstawiam zestawienie porównawcze m.in. tych opracowań według głównych kryteriów charakteryzujących badania.

Różnice między omawianymi artykułami dotyczą głównie badanych rynków, jednak nie zawsze, ponieważ artykuły [2] i [5] również obejmują m.in. spółki z indeksu WIG. Stopień podobieństwa koncepcji treści artykułów, w każdym z których poza analogiami wskazanymi w tabeli 1 znaleźć można tę samą tabelę dotyczącą kryteriów klasyfikacji spółek w systemie Altmana, zamieszczoną również w autoreferacie, rodzi wątpliwości, czy Autorki nie uległy pokusie łatwego duplikowania swego dorobku celem jego pomnożenia. Jednakże, daleka jestem od tego, żeby oczekiwać, aby każdy artykuł w cyklu stanowił całkowitą nowość, a jednocześnie wpisywał się w spójny cykl. Korzystanie z własnych treści w publikacjach prawdopodobnie nie jest obce żadnemu badaczowi. Uważam też, że czerpanie z własnego dorobku celem jego nadbudowywania jest dopuszczalne, przy czym w takiej sytuacji wskazane byłoby przywołanie pozycji źródłowej. Takie autocytowanie ma miejsce tylko w artykule [5], w którego bibliografii znajduje się odniesienie do artykułu [2]. Podsumowując, zakres podobieństw w analizowanych artykułach jest niemożliwy do przeoczenia i trudny do pominięcia w recenzji dorobku.

[6] Bolek, M., Gniadkowska-Szymańska, A. (2023), **Is solvency influencing EPS growth in Poland, Austria and Germany: a comparison study of markets with a similar bankruptcy law**, International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation, 19(2).

- Wydawnictwo: Inderscience Publishers,
- Punkty MEiN/MNiSW: 20,
- Udział: 50% (przygotowanie bazy danych, napisanie wprowadzenia, omówienie teorii).

Szesty artykuł poddany ocenie jako element cyklu ponownie powstał we współpracy Habilitantki z M. Bolek. Autorki niezręcznie określają jego cel jako „związany z analizą porównawczą spółek notowanych na giełdach” trzech rynków. W mojej ocenie celem badania jest po prostu porównanie wpływu płynności finansowej na wzrost zysków na akcję (EPS) spółek notowanych na giełdach w Polsce, Austrii i Niemczech w kontekście podobnych przepisów dotyczących upadłości w tych krajach.

Hipoteza badawcza zakłada, że płynność finansowa wpływa na wzrost EPS spółek, a wpływ ten nie powinien się różnić między rynkami o podobnej legislacji w zakresie upadłości. Badanie obejmuje spółki wchodzące w skład indeksów WIG, ATX i DAX w latach 2012–2017.

Przedmiotem badania są zmienne charakteryzujące płynność finansową spółek oraz ich wpływ na wzrost EPS – zmienną zależną w badaniu. Wbrew zapowiedzianej w tytule wypłacalności, za zmienne objaśniające przyjęto wskaźnik efektywności pieniężnej aktywów i głównie wskaźniki płynności finansowej, takie jak wskaźnik bieżącej płynności, wskaźnik szybkiej płynności, wskaźnik płynności gotówkowej oraz cykl konwersji gotówki.

Wypłacalność i płynność są ze sobą powiązane, ale nie są synonimami. Wypłacalność, jak odnotowują same autorki na s. 253, odnosi się do zdolności firmy do długoterminowego wywiązywania się ze swoich zobowiązań, natomiast płynność dotyczy zdolności do pokrycia bieżących zobowiązań krótkoterminowych. Pomimo że wskaźniki płynności są użyteczne i mogą pośrednio wskazywać na ogólną kondycję finansową firmy, która wpływa na jej wypłacalność, użycie tych wskaźników może być nieco rozczarowujące w kontekście tytułu artykułu, który obiecuje analizę powiązań wypłacalności ze zmianami EPS. Aby treść artykułu pełniej przystawała do jego tytułu, Autorki powinny również uwzględnić wskaźniki bezpośrednio związane z wypłacalnością, takie jak wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego czy wskaźnik pokrycia odsetek.

Poza doborem zmiennych nie w pełni zgodnym z tytułem, intuicyjnie można oczekiwać istnienia wysokiej korelacji pomiędzy przyjętymi zmiennymi objaśniającymi, szczególnie w kontekście wskaźników płynności finansowej, które są wzajemnie powiązane, mają podobną budowę i mierzą tylko nieco różne aspekty tego samego obszaru kondycji finansowej. W przedstawionym badaniu została przeprowadzona analiza współliniowości za pomocą wskaźników inflacji wariancji, jednak Autorki nie ujawniają szczegółowych wartości VIF dla poszczególnych zmiennych.

Do analizy zastosowano modele liniowe (OLS) oraz modele logitowe. Dodatkowo, zastosowano korelację rang Spearmana oraz porównano poziomy EPS pomiędzy rynkami za pomocą testu Wilcoxon dla median.

Przeprowadzona przez Autorki analiza wykazała, że wpływ zmiennych finansowych na wzrost zysków na akcję (EPS) różni się w zależności od rynku i od zastosowanej metody. Zróżnicowanie wyników Autorki tłumaczą m. in. różnicami w strategiach zarządzania płynnością finansową i specyfiką rynków kapitałowych porównywanych rynków. We wnioskach brakuje porównania uzyskanych wyników do innych badań czy wyjaśnienia ich na gruncie teorii. W opracowaniu natknęłam się też na kilka błędów. Przykład merytorycznego jest na s. 264, gdzie z jednego zdania wynika, że rozwój jest konsekwencją rozwoju: “Assessment of the economic condition of the enterprise on the capital market is associated with the development, and consequently development, which should translate into an increase

in its value.” Błędy językowe są z kolei m. in. na s. 260, gdzie w zdaniu: “Almost all signs of correlations between financial liquidity ratios and EPS are positive and statistically significant, instead of cash (CAR) and EPS growth in Germany, that is negative.” użyto wyrażenia “instead of” zamiast “except for” oraz “that is negative” zamiast: “where it is negative”.

[7] Pietraszewski, P., Gniadkowska-Szymańska, A., Bolek, M. (2023), **Expected vs. real growth of companies listed on the London Stock Exchange**, Journal of Economics and Finance, 1–23.

- Wydawnictwo: Springer Nature,
- Punkty MEiN/MNiSW: 40,
- IF5: 0,85,
- Udział: 33% (przygotowanie bazy danych, napisanie wprowadzenia, omówienie teorii).

Siódmy artykuł cyklu jest efektem współpracy trzech osób, w tym w 1/3 dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej. Celem artykułu jest analiza związków między miarami możliwości wzrostu a rzeczywistym wzrostem firm notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Londynie (LSE), chociaż Autorzy definiują cel jako jedynie „związany” z tymi relacjami. Autorzy weryfikują, czy miary możliwości wzrostu są dobrymi predyktorami przyszłego wzrostu firm mierzonego zyskiem na akcję (EPS).

W artykule sformułowano dwie główne hipotezy badawcze. Pierwsza hipoteza zakłada, że miary możliwości wzrostu są istotnie związane z przyszłym rzeczywistym wzrostem przedsiębiorstw notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Londynie (LSE). Druga hipoteza sugeruje, że istnieją znaczące różnice między badanymi grupami firm (firmami notowanymi na głównym rynku i na rynku alternatywnym), które mogą wyjaśniać wcześniejsze niepowodzenia w znalezieniu związku między miarami możliwości wzrostu a rzeczywistym wzrostem przedsiębiorstw.

Badaniem objęto firmy notowane na głównym rynku LSE (FTSE100) oraz na rynku alternatywnym (AIM). Zmienne zależne obejmują rzeczywisty wzrost przedsiębiorstw, mierzony wzrostem aktywów, kapitału własnego, sprzedaży i zysku na akcję (EPS). Z kolei zmienne objaśniające to miary możliwości wzrostu, takie jak wskaźnik Q Tobina, wskaźnik cena/zysk (P/E), wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej (MV/BV), oraz inne wskaźniki oparte na cenach rynkowych akcji, które odzwierciedlają oczekiwania inwestorów co do przyszłego wzrostu firm.

Autorzy zastosowali m.in. analizę korelacji między miarami możliwości wzrostu a rzeczywistym wzrostem firm, modele OLS danych panelowych z efektami stałymi oraz testy różnic między testami korelacji i regresji.

Autorzy wnioskuje, że miary możliwości wzrostu są istotnie związane z rzeczywistym wzrostem firm, mierzonym zyskiem na akcję (EPS), zarówno w grupie firm z indeksu FTSE100, jak i w grupie firm z rynku alternatywnego AIM. Badanie wykazało, że istnieją znaczące różnice między firmami notowanymi na głównym rynku a firmami z rynku alternatywnego, które wpływają na efektywność miar możliwości wzrostu w przewidywaniu przyszłego wzrostu. Dodatkowo stwierdzono, że EPS wzrasta wolniej w mniejszych firmach, co sugeruje, że dojrzałe firmy z wyższą kapitalizacją rynkową są głównymi podmiotami napędzającymi wartość na rynku kapitałowym.

W mojej ocenie badanie wnosi pewne nowe elementy do istniejącej literatury i praktyki analizy wzrostu firm, przede wszystkim przez zastosowanie podziału firm notowanych na głównym rynku (FTSE100) i rynku alternatywnym (AIM). Autorzy pokazują, że efektywność miar możliwości wzrostu w przewidywaniu rzeczywistego wzrostu różni się między tymi dwoma rynkami, co według mojej wiedzy nie było wcześniej szczegółowo analizowane.

Wyniki badania dostarczają praktycznych wskazówek dla inwestorów, pokazując, że dojrzałe firmy z większą kapitalizacją rynkową (FTSE100) mają różne wzorce wzrostu

w porównaniu do mniejszych, dynamicznie rozwijających się firm z rynku alternatywnego (AIM). Inwestorzy mogą wykorzystać te informacje do lepszego zarządzania portfelem inwestycyjnym. Autorzy zastosowali wiarygodne metody statystyczne, co pozwala na rzetelne oszacowanie związków między zmiennymi. Przeprowadzone testy różnic między współczynnikami korelacji oraz analizy strukturalne dostarczają solidnych podstaw do wnioskowania.

Podsumowując, badanie stwarza nową perspektywę analizy możliwości wzrostu firm na różnych segmentach rozwiniętego rynku kapitałowego, podkreślając znaczenie kontekstu rynkowego i specyfiki badanych grup przedsiębiorstw. Dostrzegam tu wkład w rozwój dyscypliny i doceniam Autora koncepcji badania, chociaż z deklaracji Autorów nie wynika niestety, kto jest pomysłodawcą.

[8] Sadowski A., Gniadkowska-Szymańska A., Sokolovskij E., Jędrzejczak R., (2024). **The impact of ESG strategies on growth in the logistics industry**, Transport.

- Wydawnictwo: Vilnius Gediminas Technical University,
- Punkty MEiN/MNiSW: 70,
- IF5: 1,7,
- Udział: według autoreferatu 40%, według oświadczeń o współautorstwie 25% (przygotowanie bazy danych, napisanie wprowadzenia, opracowanie metodyki badania, przeprowadzenie dyskusji oraz omówienie wyników).

Ostatni artykuł przedstawiony do oceny jako składowa cyklu jest efektem współpracy Habilitantki z trzema autorami, przy czym nie jest jasne, jaki wkład pracy był udziałem dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej. Według informacji zawartych w autoreferacie, udział ten wynosi 40%, natomiast z oświadczenia podpisanego przez wszystkich współautorów, w tym Habilitantkę – 25%.

Tematyka podjętego badania wpisuje się w nurt badań nad efektami wdrożeń strategii ESG na szeroko rozumianą kondycję finansową przedsiębiorstw. Jest to obszar badań dość intensywnie eksploatowany w ostatnich latach w literaturze zarówno finansów, jak i zarządzania.

Cel opracowania tym razem sformułowano właściwie – jako analizę związku między wzrostem przedsiębiorstw, mierzonym wzrostem EPS w okresach trzy- i pięcioletnich, a kondycją finansową firm, ocenianą przy użyciu modelu Altmana. Koncepcja tego badania jest zatem zbieżna z pomysłem realizowanym w artykule [2], przy czym w wypadku niniejszego opracowania [8] badaniem objęto spółki wchodzące w skład indeksów WIG i WIG ESG w latach 2013–2020.

Hipotezy badawcze zakładają po pierwsze, że implementacja strategii ESG pozytywnie wpływa na wzrost wartości firmy na rynku kapitałowym, a po drugie, że zależność między wskaźnikiem Z-score Altmana a wzrostem przedsiębiorstwa jest pozytywna dla firm logistycznych z wdrożoną strategią ESG.

Wśród spółek objętych indeksem WIG wyróżniono firmy z branży logistycznej. Za zmienną zależną przyjęto, podobnie jak w kilku poprzednich opracowaniach, wzrost zysku na akcję (EPS), przy czym tu w okresach trzy- i pięcioletnich. Zmienne objaśniające występujące w modelach to logarytmy wyniku modelu Altmana i zadłużenia oraz zwrot z aktywów (ROA).

W badaniu zastosowano modele przekrojowe i panelowe w celu zweryfikowania charakteru zależności między zmiennymi. Wyniki badania wskazują, że wskaźnik Z-score pozytywnie wpływa na trzyletni wzrost firm z branży transportowej i logistycznej oraz wszystkich firm wchodzących w skład indeksu WIG ESG. W przypadku wzrostu w okresie pięcioletnim, wpływ wskaźnika Z-Altman nie został zaobserwowany.

Chociaż nie było to wyrażane przy każdej okazji, podobnie jak w wypadku wcześniej omawianych artykułów z recenzowanego cyklu, moje wątpliwości budzi zastosowanie modelu Altmana do oceny kondycji rodzimych spółek, działających w warunkach odmiennych od tych, dla których model był dedykowany. Autorzy uzasadniają wprawdzie użycie narzędzia jego uniwersalnością i właściwościami predykcyjnymi. Brakuje jednak analogicznego uzasadnienia dla braku zastosowania – zamiast lub oprócz modelu Altmana – któregoś z modeli skonstruowanych przez polskich badaczy i przeznaczonych do diagnozowania podmiotów w kraju. W przekonaniu o zasadności tych zastrzeżeń utwierdzają mnie m.in. wyniki uzyskane przez Autorów, zgodnie z którymi zmienna objaśniająca będąca wynikiem modelu Altmana okazała się przynajmniej w części przypadków nieistotna statystycznie.

Podsumowując, artykuły w cyklu publikacji dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej koncentrują się na analizie różnych aspektów płynności finansowej, wzrostu przedsiębiorstw oraz kondycji ekonomicznej firm notowanych na rynkach kapitałowych. Wspólnym celem większości badań jest zbadanie zależności między wskaźnikami finansowymi (takimi jak płynność aktywów, wskaźnik Z-score Altmana, czy miary możliwości wzrostu) a wynikami przedsiębiorstw, mierzonymi najczęściej wskaźnikiem wzrostu zysków na akcję. Autorzy zazwyczaj korzystają z podobnych narzędzi statystycznych (korelacje, modele OLS, analizy regresji) i skupiają się na rynkach europejskich oraz amerykańskim. Główne wspólne wnioski sugerują, że istnieje istotna zależność między analizowanymi zmiennymi, a płynność i kondycja finansowa przedsiębiorstw mają znaczący wpływ na ich zdolność do wzrostu i stabilność. Moje krytyczne uwagi przedstawione powyżej wskazują na potrzebę lepszego formułowania celów, dokładniejszego uzasadnienia teoretycznego oraz pełniejszego wykorzystania wyników empirycznych w kontekście istniejącej literatury i teorii ekonomicznych.

W tabeli 1 zamieszczam zestawienie głównych aspektów badawczych wszystkich artykułów z cyklu, celem uporządkowania recenzowanego materiału i ułatwienia analizy porównawczej dorobku według najważniejszych kryteriów.

Z zestawienia tego wynika, że artykuły [2], [3], [5] i [8] wykazują znaczną zbieżność celów, koncentrując się na analizie relacji między kondycją finansową przedsiębiorstw a ich wzrostem mierzonym wskaźnikiem EPS. Każdy z tych artykułów bada, jak różne wskaźniki finansowe wpływają na wzrost przedsiębiorstw, chociaż formułowanie celów różni się w szczegółach. W artykule [2] omawiana jest kondycja przedsiębiorstw i ich wzrost mierzone różnymi wskaźnikami, w artykule [3] badany jest wpływ wzrostu EPS na kondycję finansową firm, w artykule [5] sprawdzana jest adekwatność modeli prognozowania bankructwa w ocenie kondycji przedsiębiorstw, a w artykule [8] analizowany jest związek między wzrostem przedsiębiorstw, mierzonym wzrostem EPS w okresach trzy- i pięcioletnich, a kondycją finansową firm, ocenianą przy użyciu modelu Altmana.

Tabela 1. Porównanie artykułów wchodzących w skład cyklu według wybranych kryteriów.

Numer artykułu wchodzącego w skład cyklu wg numeracji z autoreferatu								
Kryterium	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]
Cel	Zbadanie związku między płynnością aktywów przedsiębiorstwa a płynnością jego akcji notowanych na rynku kapitałowym	Omówienie kondycji przedsiębiorstw oraz ich wzrostu mierzonego EPS, sprzedażą, aktywami i kapitałem własnym	Zbadanie relacji między wzrostem EPS a kondycją finansową firm mierzoną modelem Altman Z-score	Zbadanie związku między płynnością akcji a ryzykiem upadłości przedsiębiorstwa	Sprawdzenie, czy modele prognozowania bankructwa adekwatnie odzwierciedlają dobrą kondycję przedsiębiorstw	Porównanie wpływu płynności finansowej na wzrost EPS spółek w Polsce, Austrii i Niemczech	Analiza związków między możliwościami wzrostu a rzeczywistym wzrostem firm notowanych na LSE	Analiza związku między wzrostem EPS a kondycją finansową firm z branży logistycznej i wpływem strategii ESG
Hipoteza	Istnieje statystycznie istotny związek między płynnością obrotu akcjami a płynnością aktywów przedsiębiorstwa	Kondycja firm mierzona punktami modelu Z-score Altmana jest związana z ich wzrostem mierzonym EPS, sprzedażą, aktywami i kapitałem własnym.	Wzrost EPS ma pozytywny wpływ na kondycję finansową firm mierzoną modelem Altman Z-score z uwzględnieniem wielkości firmy.	Istnieje statystycznie istotna zależność między płynnością akcji a ryzykiem upadłości przedsiębiorstwa	Negatywny związek między sygnałami modeli dyskryminacyjnych a wzrostem EPS w spółkach notowanych na GPW	Płynność finansowa wpływa na wzrost EPS spółek, a wpływ ten nie powinien się różnić między rynkami o podobnej legislacji w zakresie upadłości.	Miary możliwości wzrostu są istotnie związane z przyszłym wzrostem rzeczywistym przedsiębiorstw notowanych na LSE.	Implementacja strategii ESG pozytywnie wpływa na wzrost EPS firm logistycznych, a wskaźnik Z-score Altmana koreluje z tym wzrostem.
Podmiot badania	221 spółek notowanych na GPW w latach 2012–2017	Spółki z indeksów WIG (152) i DAX (17) w latach 2012–2017	Spółki z indeksu S&P 500 w latach 1996–2018	Spółki notowane na GPW, giełdzie we Frankfurcie oraz giełdach krajów bałtyckich w latach 2012–2017	180 spółek niefinansowych z indeksu WIG notowanych na GPW w latach 2012–2019	Spółki notowane na giełdach w Polsce (WIG), Austrii (ATX) i Niemczech (DAX) w latach 2012–2017	Firmy notowane na głównym rynku LSE (FTSE100) i rynku alternatywnym (AIM)	Spółki z indeksów WIG i WIG ESG w latach 2013–2020
Zmienne objaśniane	Płynność akcji (spread, ILLIQ, turnover ratio)	Wzrost EPS, wzrost sprzedaży, wzrost aktywów, wzrost kapitału własnego	Kondycja finansowa mierzona modelem Altman Z-score	Ryzyko upadłości przedsiębiorstwa (EDF)	Wzrost EPS	Wzrost EPS	Rzeczywisty wzrost przedsiębiorstw (EPS, aktywa, kapitał własny, sprzedaż)	Wzrost EPS w okresach trzy- i pięcioletnich

Kryterium	Numer artykułu wchodzącego w skład cyklu wg numeracji z autoreferatu							
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]
Zmienne objaśniające	Płynność aktywów (WAL1, WAL2, WAL3, MWAL), zmienne kontrolne (ROA, P/BV, VOL, CAP, BIAR)	Wskaźniki z modelu Z-score Altmana	Wzrost EPS w okresach 3 i 5 lat, wielkość firmy mierzona całkowitymi aktywami	Miary płynności akcji (spread, turnover ratio, ILLIQ), zmienne kontrolne (kapitał własny, zobowiązania, stopa zwrotu z akcji, ROA, zmienność ceny akcji)	Wskaźniki finansowe zawarte w modelach Altmana oraz Gajdki i Stosa	Wskaźnik efektywności pieniężnej aktywów, wskaźniki płynności finansowej	Miary możliwości wzrostu (Q, Tobina, P/E, MV/BV)	Logarytm wyniku modelu Altmana, zadłużenia oraz zwrot z aktywów (ROA)
Metody	Modele ekonometryczne OLS, analiza korelacji, test RESET	Korelacja Pearsona i Spearmana, modele logitowe	Korelacja Pearsona i Spearmana, modele danych panelowych OLS z efektami stałymi	Modele regresji wielorakiej	Korelacja, modele regresji liniowej	Modele liniowe (OLS) i logitowe, korelacja rang Spearmana, test Wilcoxona	Analiza korelacji, modele OLS danych panelowych z efektami stałymi, testy różnic	Modele przekrojowe i panelowe, korelacja

Źródło: opracowanie własne na podst. artykułów wchodzących w skład cyklu.

W większości artykułów zastosowano podobne metody analizy, w tym korelacje, modele regresji liniowej, modele logitowe oraz analizy danych panelowych. Metody te są standardowe w badaniach finansowych i ekonomicznych, zatem dobór narzędzi nie budzi zastrzeżeń, w przeciwieństwie do wyrażanych wcześniej wątpliwości co do:

- pozostawiania zmiennych nieistotnych statystycznie w końcowych wersjach modelu,
- braku ortogonalności między zmiennymi objaśniającymi, zwłaszcza w artykule [6], w którym zmienne niezależne mają w większości podobną zawartość informacyjną dotyczącą płynności,
- braku informacji o statystycznej istotności współczynników korelacji w niektórych artykułach,
- braku ujawniania szczegółowych informacji o współliniowości zmiennych, a udostępnianie tylko zbiorczej informacji o VIF,
- uporczywe stosowanie modelu Altmanna do diagnozowania podmiotów na rynkach europejskich.

Ostatnia uwaga jest tym bardziej zasadna, że sama Habilitantka, powołując się na liczne badania m.in. w autoreferacie przyznaje, że „modele opracowane na podstawie danych przedsiębiorstw z innych krajów nie powinny być wykorzystywane w warunkach polskich” (s. 14). Autorka słusznie przytacza stosowne opracowania, zgodnie z którymi „zastosowanie modeli zagranicznych do oceny zagrożenia bankructwem w warunkach polskich daje wyniki obciążone wysokim błędem”. Mając świadomość powstania wielu analogicznych modeli krajowych (Gajdka, Stos, 2003; Hadasik, 1998; Mączyńska, Zawadzki, 2006; Prusak, 2005), we własnych badaniach ogranicza się do zastosowania Z-score Altmanna i w jednym tylko wypadku modelu Gajdki i Stosa. Robi to świadomie i wbrew własnemu przekonaniu wyrażonemu na s. 15 autoreferatu: „Wielozmienne modele dyskryminacyjne mają dużą wartość prognostyczną, jednak ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw na podstawie ich analizy powinna być dokonywana jedynie w gospodarce, dla której dany model powstał i dla pewnego, niezbyt długiego okresu czasu.” Warto tu przypomnieć, że model Altmanna powstał w r. 1968.

Poddawszy omówieniu poszczególne elementy składowe cyklu publikacji, w dalszej części recenzji odniosę się do **wkładu do nauki** opisanego przez Habilitantkę w autoreferacie.

Samo sformułowanie tytułu cyklu w p. 4.1. autoreferatu (Ocena kondycji finansowo-ekonomicznej spółki mierzona za pomocą modeli dyskryminacyjnych jako determinanta wzrostu przedsiębiorstwa) uważam za co najmniej niefortunne, gdyż sama ocena – jako kwestia subiektywna – nie jest czynnikiem wzrostu przedsiębiorstwa. Natomiast stwierdzenie, że kondycja spółki rzeczywiście może wpływać na jej wzrost, jest w pełni uzasadnione w kontekście ekonomicznym i finansowym. Bardziej logiczne byłoby zatem stwierdzenie, że to kondycja finansowo-ekonomiczna jest determinantą wzrostu przedsiębiorstwa, a nie ocena tej kondycji.

W p. 4.2. Autorka pisze: „Centralne miejsce w prezentowanych przeze mnie badaniach naukowych zajmuje analiza zależności pomiędzy wykorzystaniem modeli dyskryminacyjnych do oceny kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa a wzrostem przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym.” Zdanie to rodzi moje pytanie o to, czy może wystąpić zależność między wykorzystaniem modeli (czy jakichkolwiek innych narzędzi pomiaru kondycji) a wzrostem przedsiębiorstwa. Przecież zakres narzędzi czy wskaźników użytych do diagnozy podmiotu nie zmieni jego rzeczywistej kondycji. Zatem założenie o występowaniu zależności pomiędzy wykorzystaniem narzędzi pomiarowych (w tym modeli dyskryminacyjnych) a wzrostem przedsiębiorstwa uważam za błędne. Zależność powinna raczej dotyczyć wyników oceny kondycji finansowo-ekonomicznej, a nie samego procesu oceny.

W dalszej części p. 4.2. Habilitantka stwierdza: „Moje rozważania naukowe poświęcone są zagadnieniom związanym z wykorzystaniem analizy dyskryminacyjnej, przeznaczonej w swojej pierwotnej formie do wykrywania upadłości przedsiębiorstw, do oceny kondycji

ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa i jej wpływu na jego wzrost mierzony różnymi wskaźnikami.” Sygnalizowana w zdaniu pierwotna forma analizy dyskryminacyjnej sugeruje wystąpienie jakiejś formy wtórnej, jednak w autoreferacie nie znajdują żadnych odniesień do jakiegokolwiek innej formy modeli analizy dyskryminacyjnej.

Z kontekstu całego dokumentu wynika, że analiza dyskryminacyjna była używana do oceny kondycji finansowo-ekonomicznej przedsiębiorstw oraz badania jej wpływu na wzrost, ale nie ma dalszych wyjaśnień dotyczących adaptacji czy zmian formy tych modeli. Oznacza to, że jedyna forma analizy dyskryminacyjnej omawiana w autoreferacie to ta zastosowana do przewidywania upadłości oraz do oceny kondycji przedsiębiorstwa w kontekście wzrostu.

Głównym i prawdopodobnie pierwotnym zastosowaniem analizy dyskryminacyjnej, znanej również jako modele wczesnego ostrzegania, jest przewidywanie upadłości przedsiębiorstw. Jednakże, nawet wczesne modele przeważnie nie były dychotomiczne, lecz zawierały również przedziały, w wypadku których wyniki wskazują na bardzo dobrą czy dobrą kondycję podmiotów. Idea modeli nie ogranicza się więc do zerojedynkowej klasyfikacji podmiotów na zagrożone i niezagrożone upadłością. Zatem zastosowanie tych modeli do oceny kondycji finansowej nie jest w mojej ocenie niczym innowacyjnym, jak zresztą wskazano w jednym z artykułów cyklu [2]: ‘In the literature there are a lot of proposals to use early warning systems for company condition assessment (Piotroski, 2000: 1–41; Grice and Ingram, 2001: 53–61; Griffin and Lemmon, 2002: 2317–2336; Franzen et al., 2007: 2931–2967; Xu and Zhang, 2009: 534–558).’

Nieścisłość znajduję również w kolejnym fragmencie p. 4.2. autoreferatu: „W zrealizowanych badaniach naukowych wykorzystałam różne narzędzia, metody i techniki, których celem było adekwatne i precyzyjne scharakteryzowanie zależności pomiędzy modelami bankructwa a wzrostem przedsiębiorstwa.” Zależność powinna dotyczyć wyników modeli bankructwa, a nie samych modeli.

Brak klarowności wypowiedzi jest również widoczny we fragmencie na s. 6: „Wynikiem prowadzonych przeze mnie analiz są ważne wnioski, teoretyczne i empiryczne, stanowiące o wkładzie do dyskursu naukowego na temat wzrostu przedsiębiorstw oraz pokazanie innego niż standardowe zastawienie modeli dyskryminacyjnych.” Domyślam się, że Autorce chodzi tu o inne niż standardowe zastosowanie (a nie „zastawienie”) modeli, jednak, ponieważ stosuje je Ona do oceny kondycji finansowo-ekonomicznej, to – w kontekście mojej wcześniejszej wypowiedzi – zastosowanie to uważam za jak najbardziej standardowe. O ile badania nad uwarunkowaniami wzrostu spółek giełdowych można uznać za pewien wkład do dyscypliny, o tyle demonstrację rzekomo niestandardowych zastosowań modeli dyskryminacyjnych – zdecydowanie nie.

Na s. 8 autoreferatu we fragmencie „Ocena kondycji ekonomicznej oraz płynności finansowej przedsiębiorstw na rynku kapitałowym związana jest z celem ich działalności.” znajduję dwie nieścisłości. Po pierwsze, płynność finansową uważam za jeden z aspektów kondycji przedsiębiorstw, nie zaś za obszar równorzędny z tą kondycją. Po drugie, za nieprecyzyjne uważam stwierdzenie, że ocena tej kondycji i płynności przedsiębiorstw jest związana z celem ich działalności. Za cel ten powszechnie uważa się wzrost wartości rynkowej, na który z pewnością wpływa kondycja ekonomiczno-finansowa, ale nie sama jej ocena, chyba że przybrałaby ona postać np. upublicznionego ratingu, którego wynik pośrednio również może kształtować ceny udziałów ocenianych podmiotów. W autoreferacie nie ma jednak mowy o takim rodzaju wpływów.

W dalszej części tego samego akapitu na s. 8 znaleźć można postulat głoszący, że: „Teoria wzrostu przedsiębiorstw wymaga usystematyzowania i uzupełnienia w wielu obszarach, nie tylko na rynku polskim, ale także globalnym”. Nie jest jasne, do jakiej teorii odwołuje się tu Habilitantka. Teorie wzrostu przedsiębiorstw badają różne aspekty tego, jak firmy rozwijają się i rozszerzają swoją działalność. Kluczową pracą w tej dziedzinie jest ‘The Theory of the

Growth of the Firm' autorstwa Edith Penrose (1959), która wprowadziła koncepcję opartą na zasobach wizerunku firmy (RBV) i podkreśliła rolę m.in. decyzji zarządczych w ograniczaniu lub wspomaganiu wzrostu firm. Kolejnym istotnym wkładem w tym obszarze jest opracowanie Locketta i in. (2011), które rozwija teorię Penrose, empirycznie testując i udoskonalając koncepcje wzrostu organicznego i przejściowego. W tekście autoreferatu, ani w żadnym artykule z cyklu nie ma odwołania do żadnego z tych dzieł.

Podobny do wspomnianych wcześniej braków precyzji wypowiedzi znajdują np. w wykazie czynników, „które można uwzględnić przy ocenie wzrostu ekonomicznego przedsiębiorstw giełdowych” na s. 8–9. W mojej opinii wzrost i ocena wzrostu nie są pojęciami tożsamymi. Niektóre elementy tego wyliczenia stanowią czynniki wzrostu (dochodowość, sprzedaż, innowacyjność czy ekspansja międzynarodowa); niektóre zaś – jak analiza strategii globalnej czy analiza sektorowa – trudno zakwalifikować do czynników wzrostu; są to raczej elementy oceny. Nie mam też jasności, do kogo Habilitantka kieruje postulatami wplecione w opisy wyżej wymienionych czynników, jak np. „Ważne jest aby zbadać trendy w dochodach, rentowności i marżach zysku oraz zrozumieć, czy firma ma potencjał wzrostu” czy „Należy zbadać trendy i perspektywę sektora”.

Na s. 9 autoreferatu dr Agata Gniadkowska-Szymańska wskazuje na konieczność pamiętania o metodzie zarządzania kosztami, jako ważnym czynniku oceny efektywności działania przedsiębiorstwa. Moim zdaniem jest to raczej znowu kolejny element oceny efektywności działania bądź też czynnik kształtujący efektywność, ale nie czynnik oceny efektywności.

W związku z wielowymiarowością zjawiska wzrostu sygnalizowaną na s. 10, Habilitantka formułuje następującą rekomendację: „Wybór jak największej liczby miar pozwala lepiej ocenić wzrost przedsiębiorstwa, jednak stwarza ograniczenia badawcze ze względu na liczbę modeli, które należy poddać analizie.” Moim zdaniem sam dobór większej liczby miar nie wpłynie na jakość oceny, w przeciwieństwie do zastosowania większej liczby mierników, które rzeczywiście stwarzają szansę wszechstronniejszej oceny. Nie rozumiem, o jakie ograniczenia badawcze tu chodzi; w konieczności szacowania większej liczby modeli upatrywałabym raczej możliwości pełniejszego potwierdzenia wykrytych prawidłowości. W tym samym akapicie jednak czytelnik znajduje także rekomendację przeciwną: „powinno się wyróżnić jedną, nadrzędną miarę, która najlepiej opisuje wzrost”. W artykułach przedstawionych do oceny przeważa podejście zgodne z drugim postulatem – o jednowymiarowym pomiarze wzrostu ([5], [6] i [8]). Podejście wielowymiarowe z kolei preferowane jest w artykułach [2] i [7].

Wracając do autoreferatu, na jego 13 s. pojawiają się kolejne problemy z klarownością wypowiedzi. Przypuszczam, że we fragmencie: „Ocena wynikająca z tych modeli (dyskryminacyjnych) ma na celu analizę ryzyka upadłości badanych przedsiębiorstw” Autorce chodzi raczej o to, że celem stosowania modeli jest ocena ryzyka upadłości, a nie, że celem oceny jest analiza. Podobnie, wbrew stwierdzeniu: „Wykorzystywanie modeli bankructwa do oceny kondycji finansowej spółki jest jednym z narzędzi używanych przez analityków i inwestorów w celu oceny ryzyka inwestycyjnego”, uważam, że to same modele są narzędziami. W kolejnym zdaniu akapitu Habilitantka stwierdza, że: „Modele bankructwa są statystycznymi narzędziami, które analizują różne wskaźniki finansowe oraz inne czynniki, aby przewidzieć prawdopodobieństwo upadłości lub trudności finansowych danej spółki.” Trudno się zgodzić, że modele analizują wskaźniki finansowe i inne czynniki (jakie?). Modele są zbudowane ze wskaźników oraz współczynników wagowych przypisanych tym zmiennym, które to wagi różnicują relatywną ważność zmiennych diagnostycznych modeli.

Przykład objaśniający na czym polega sprzeczność wskazań w jednowymiarowych systemach wczesnego ostrzegania, odwołujący się do wskaźników A i B uważam za zbędny.

Według dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej „Nowością i wkładem do nauki zgłoszonego i prezentowanego tutaj cyklu publikacji powiązanych tematycznie jest autorskie podejście

do oceny kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, do której wykorzystuje się modele dyskryminacyjne oraz stworzenie modeli statystycznych, które (...) pomogły wyjaśnić mechanizm zachodzący pomiędzy wzrostem przedsiębiorstwa a jego oceną ekonomiczno-finansową wyrażoną przez modele dyskryminacyjne.” Jeśli chodzi o pierwszy aspekt wkładu, to, jak wspomniałam, wykorzystania modeli dyskryminacyjnych do oceny kondycji przedsiębiorstwa nie uważam za nowatorskie. Podobny pogląd wyraża zresztą sama Habilitantka, przyznając na s. 13 autoreferatu, że: „W literaturze pojawia się coraz więcej propozycji wykorzystania systemów wczesnego ostrzegania do oceny kondycji przedsiębiorstwa (Piotroski, 2000; Grice, Ingram, 2001; Griffin, Lemmon, 2002; Franzena i in., 2007; Xu, Zhang, 2009)”.

Pewną nowość w dyskusji o relacjach między wzrostem przedsiębiorstwa a jego kondycją ekonomiczno-finansową dostrzegam natomiast w drugim aspekcie omawianego wkładu, określanego przez Habilitantkę jako stworzenie modeli statystycznych, wyjaśniających wzrost przedsiębiorstwa poprzez jego kondycję ekonomiczno-finansową (niewłaściwie nazwaną oceną tej kondycji). Istnieje wprawdzie bogata literatura dotycząca wpływu wskaźników finansowych na wzrost przedsiębiorstw, ale niewiele badań łączy te aspekty z porównaniem różnych rynków kapitałowych przy użyciu modelu Z-score Altmana. W literaturze istnieją też badania porównujące różne rynki, ale zazwyczaj koncentrują się one na specyficznych aspektach, takich jak struktura kapitałowa czy wyniki finansowe, a niekoniecznie na wzroście mierzonym wskaźnikami takimi jak EPS.

Na s. 17 autoreferatu dr Agata Gniadkowska-Szymańska zwraca uwagę „na fakt, że modele dyskryminacyjne zawsze były dobierane do analizy w sposób najbardziej adekwatny, tzw. do badania rynków rozwijających się był zastosowany model Gajdki-Stosa (2003), który był stworzony dla rynków po transformacji systemowej, natomiast do badania rynków rozwiniętych zastosowano model Altman (1968).” Stwierdzenie to nie do końca jest zgodne z rzeczywistością, co potwierdza chociażby zastosowanie przez Habilitantkę modelu Altmana do oceny spółek z GPW w artykułach [2], [5] i [8], przy czym Autorka zaznacza, że polski rynek kapitałowy klasyfikowany jest jako rynek rozwijający się ([8], s. 11). Zatem wspomniana adekwatność jest tu jednak dyskusyjna.

Za wartość dodaną swojej działalności naukowo-badawczej dr Agata Gniadkowska-Szymańska uważa „wykorzystanie i rozpowszechnienie modeli, spostrzeżeń i wniosków polskich naukowców oraz zaprezentowanie ich przed szerszym, międzynarodowym gremium naukowców”. Za przykład podaje tu (s. 17) zastosowanie modelu Gajdki i Stosa. Moim zdaniem modele prognozowania upadłości są narzędziami dobrze znanymi i powszechnie stosowanymi nawet przez studentów. Propagowanie polskich modeli na arenie międzynarodowej jest godne pochwały z akademickiego punktu widzenia, natomiast raczej mało praktyczne z uwagi na zastosowanie ograniczone do podmiotów gospodarki krajowej – analogicznie do modelu Altmana.

Habilitantka uważa, że na gruncie polemiki naukowej podjęła ważną próbę stworzenia własnych definicji związanych z bankructwem oraz wzrostem przedsiębiorstwa. Według mojej wiedzy pojęcia te są już w literaturze wystarczająco szeroko opisane i nie wymagają tworzenia nowych definicji.

Trudno jest mi się zgodzić z poglądem Autorki wyrażonym na s. 17 autoreferatu, dotyczącym ograniczeń badawczych modeli dyskryminacyjnych w postaci m.in. dostępu do danych. W dobie powszechnej digitalizacji informacji, w tym również sprawozdań finansowych, stanowiących główne źródło danych dla większości modeli, pozyskanie potrzebnych danych, zwłaszcza w odniesieniu do spółek giełdowych, na których Habilitantka koncentruje swoje badania, wydaje się stosunkowo proste i stanowi raczej zachętę do aplikacji modeli, aniżeli przeszkodę.

Na s.18 autoreferatu Habilitantka formułuje cel swoich badań naukowych przeprowadzonych w artykułach zgłoszonych do cyklu publikacji jako: „ocenę wpływu wybranych modeli dyskryminacyjnych na wzrost przedsiębiorstwa zarówno na rynkach rozwiniętych jak i rozwijających się”. Podobnie jak przy większości artykułów cyklu, cel ten uważam za błędnie sformułowany, gdyż same modele nie mają wpływu na wzrost przedsiębiorstwa na żadnych rynkach; wpływ ten może mieć natomiast kondycja fundamentalna, wyrażona w wynikach owych modeli.

W następującej po celu hipotezie głównej, określonej jako „Wpływ wskaźników Z-score, pochodzących z modeli dyskryminacyjnych, na wzrost przedsiębiorstwa na rynku kapitałowych” jest kilka błędów. Po pierwsze stwierdzenie to nie zawiera orzeczenia. Domyślny czytelnik dopowie sobie, że chodzi z pewnością o występowanie takiego wpływu. Po drugie, same wskaźniki (czyli relacje wielkości współzależnych ekonomicznie) nie są czynnikami wzrostu. To kondycja ekonomiczno-finansowa podmiotu, w tym jej poszczególne obszary mierzone wskaźnikami finansowymi, może wpływać na wzrost przedsiębiorstwa. Po trzecie, w hipotezie głównej jest błąd gramatyczny (kapitałowych zamiast kapitałowym), taki sam jak w trzeciej hipotezie pomocniczej.

Nie mam zastrzeżeń merytorycznych do hipotez określonych jako pomocnicze. Uważam natomiast, że to te trzy hipotezy właśnie powinny być jedynymi (głównymi, a nie pomocniczymi) poddanyymi weryfikacji w toku badań zawartych w cyklu, tym bardziej, że ostatnia (H3) jest właściwie tożsama z hipotezą główną (po jej poprawnym sformułowaniu). Nie widzę natomiast żadnej pomocniczości między hipotezami H1 i H2 a hipotezą H0. Są to w mojej ocenie hipotezy niezależne, których weryfikacja stanowi pewien wkład do literatury w zakresie relacji między płynnością papierów wartościowych a ryzykiem bankructwa oraz między płynnością aktywów a płynnością papierów wartościowych.

Za mocną stroną przedłożonego do oceny cyklu publikacji uważam objęcie przez habilitantkę badaniami stosunkowo szerokiego zakresu rynków, w tym krajów rozwijających się takich jak Polska, Estonia, Litwa, Łotwa, Węgry, jak również rozwiniętych, w tym Niemcy, Stany Zjednoczone, Wielka Brytania. Zaznaczam przy tym, że żadne badanie nie dotyczy wszystkich regionów jednocześnie; są to raczej badania wycinkowe. Niektóre jednak mają charakter przekrojowo-porównawczy, jak te przedstawione w artykułach [2], [4] i [6]. Niektóre z badań ograniczonych do jednego rynku podejmują natomiast wartościową próbę znalezienia pogłębionych prawidłowości w analizowanych relacjach, co zwłaszcza doceniam w wypadku artykułu [7], badającego związki równoległe na rynku głównym i alternatywnym giełdy w Londynie.

Na pochwałę zasługuje również dobór literatury, zarówno krajowej jak i zagranicznej. W ocenianych pozycjach cyklu przegląd badań obejmuje adekwatnie wyselekcjonowane pozycje, często najbardziej aktualne. W częściach teoretycznych opracowań brakuje jednak wspomnianego wcześniej osadzenia badań, a zwłaszcza hipotez, na gruncie uznanych teorii.

Bazy danych stanowiące źródło informacji poddawanych analizom w częściach empirycznych artykułów również budzą zaufanie, podobnie jak programy wykorzystywane do obliczeń. Nazwa jednego z nich została błędnie podana jako 'Eviuws'; zapewne chodzi o program EViews.

W dalszej części autoreferatu, na s. 19–26, Habilitantka omawia publikacje włączone do cyklu. Opisy te są w większości tożsame z informacjami zawartymi w abstraktach artykułów, a częściowo także we wnioskach i wstępach. W charakterystyce tych publikacji, podobnie jak w samych artykułach, brakuje mi identyfikacji luk badawczych, które opisywane badania próbują wypełnić. Standardem publikacji akademickich na tym szczeblu rozwoju naukowego powinno być wyeksponowanie w streszczeniu nowości, jakie niesie każde opracowanie. Wyraźnego wskazania luki badawczej nie znajduję też w samym autoreferacie,

którego celem jest przecież przede wszystkim przekonanie czytelnika o znaczącym wkładzie w rozwój dyscypliny.

W podsumowaniu publikacji włączonych do osiągnięcia naukowego Habilitantka stwierdza, że „ogniwem łączącym jest możliwość zastosowania różnych modeli dyskryminacyjnych do oceny kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa”. Nie przekonuje mnie to, gdyż za główny wątek przedstawionych badań uznałabym raczej kwestie powiązań wzrostu z kondycją ekonomiczno-finansową bądź poszukiwanie fundamentalnych czynników tego wzrostu, nie zaś możliwości zastosowania różnych modeli dyskryminacyjnych. Spośród kilkudziesięciu modeli znanych z publikacji krajowych i zagranicznych, Habilitantka wykorzystała raptem kilka, więc trudno tu mówić o różnorodności.

Nieco irytujący jest dla mnie sposób, w jaki Habilitantka przedstawia w autoreferacie weryfikację postawionych hipotez. Bez cienia wątpliwości każda z nich określana jest tu jako nawet nie tyle potwierdzona, ile wręcz prawdziwa. Świadomość niedoskonałości prowadzonych badań w zakresie chociażby doboru próby, nieuniknionych uchybień metodologicznych i w konsekwencji ograniczonych możliwości ekstrapolacji wyników, powinna raczej skłaniać nas, badaczy, do wykazania się pewną pokorą wobec własnej niemożności zbadania wszystkiego, wszędzie i dobrze.

Z wypowiedzi Habilitantki przedstawionej na s. 27 autoreferatu wywnioskować można jakoby zastosowanie przez Nią modeli dyskryminacyjnych przecierało nieznany dotąd dla inwestorów szlak i „otwierało im możliwość do szybszej i dokładniejszej analizy przedsiębiorstwa”. Byłoby to może uzasadnione, gdyby chodziło o stworzenie nowego, doskonalszego czy lepiej dostosowanego do obecnych realiów autorskiego modelu diagnostycznego. W wypadku, gdy chodzi jednak o wykorzystanie dobrze i od dawna znanych modeli, oferowanie ich inwestorom jako klucza do podejmowania trafniejszych decyzji uważam za przesadę.

Podobnie za nieco przerysowane uważam sformułowane przez Habilitantkę na s. 28 i 29 implikacje teoretyczne i praktyczne. Nie dostrzegam na przykład możliwości rozszerzenia zastosowania modeli dyskryminacyjnych na skutek przeprowadzonych badań, ani weryfikacji dotychczasowej wiedzy na ich temat. Nie bardzo też wyobrażam sobie „zwiększenia nacisku na problem płynności całego rynku kapitałowego” oferowanego jako praktyczne rozwiązanie będące efektem badań dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej.

Kończąc ocenę głównego osiągnięcia naukowego przedstawionego w autoreferacie, odczuwam potrzebę skomentowania samego autoreferatu, jako swego rodzaju przewodnika po dorobku naukowym i jednocześnie wizytówki Habilitantki. Wielokrotna lektura tego dokumentu skłania mnie do refleksji, że jego Autorce prawdopodobnie zabrakło dbałości o czytelnika i (lub) czasu na uważną, samokrytyczną korektę tekstu, o czym świadczą liczne błędy logiczno-merytoryczne, gramatyczne, stylistyczne i interpunkcyjne. Wykaz znalezionych błędów, ukazujących skalę zjawiska, jestem gotowa udostępnić wyłącznie samej Habilitantce i, w razie potrzeby, członkom Komisji. Od tekstów naukowych oczekuje się pewnej dokładności w formułowaniu myśli. Precyzji takiej, która na tym etapie rozwoju naukowego powinna być nawykiem, w wielu miejscach zabrakło. Zdaję sobie sprawę, że w praktyce akademickiej nie ma tekstów bezbłędnych. Z całą pewnością niniejsza recenzja również nie jest wolna od uchybień. O ile jednak pewne skróty myślowe i uproszczenia są dopuszczalne i w pełni wybacalne w mowie, o tyle w dokumentach tej rangi co autoreferat nie powinny mieć miejsca, a już na pewno nie w liczbie utrudniającej niekiedy zrozumienie wywodu.

IV. Ocena dorobku publikacyjnego i pozostałej działalności naukowej

Poza artykułami wskazanymi jako osiągnięcie naukowe, dorobek naukowy dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej obejmuje 29 opracowań opublikowanych po uzyskaniu stopnia naukowego doktora, w tym:

- 1 samodzielną monografię naukową,
- 26 artykułów naukowych, w tym cztery samodzielne,
- 2 rozdziały w monografii, w tym jeden samodzielny.

Biorąc pod uwagę liczbę publikacji Habilitantki po uzyskaniu stopnia naukowego doktora, dorobek ten uważam za wystarczający. Według danych bibliometrycznych Google Scholar przedstawionych w autoreferacie, indeks Hirscha wynosi 3, zaś liczba cytowań – 46. Łączna liczba punktów MNiSW za te publikacje to 1371.

Habilitantka umiejscawia swoje publikacje w trzech nurtach badawczych zatytułowanych:

1. „ocena kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa z wykorzystaniem analizy bankructwa oraz jej wpływu na wzrost przedsiębiorstwa,
2. ocena potencjału wzrostu przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym,
3. determinant wpływających na stopę zwrotu z papierów wartościowych.”

Tytuł pierwszego nurtu uważam za błędnie sformułowany, gdyż sama analiza bankructwa nie ma wpływu na wzrost przedsiębiorstwa. Wzrost ten może być uwarunkowany prawdopodobieństwem upadłości spółki, natomiast w mojej ocenie bez znaczenia (w sensie czynnika) jest tu sama analiza tego prawdopodobieństwa czy jego ocena. Nie mam uwag do tytułu nurtu drugiego, natomiast w tytule trzeciego zabrakło konsekwencji gramatycznej.

Do pierwszego nurtu Habilitantka zalicza 4 publikacje, wszystkie powstałe we współautorstwie z M. Bolek. Wbrew informacji z autoreferatu o pominięciu 8 publikacji włączonych do oceny osiągnięcia naukowego, które Habilitantka zalicza do pierwszego nurtu badawczego, w wykazie publikacji w tymże nurcie znajduje się jedna (poz. 2 z Tabeli 5.2.1.) wcześniej włączona do cyklu jako artykuł [5]. Zakładam, że jest to efektem pomyłki, nie zaś celowym działaniem ukierunkowanym na wprowadzenie w błąd.

W pozostałych artykułach tego nurtu dostrzegam znaczne podobieństwo do opracowań z cyklu zarówno pod względem koncepcji badań, sformułowania tytułu i celu, a także metod badawczych. Pierwszy artykuł w nurcie (poz. 1 z Tabeli 5.2.1.) zbliżony jest koncepcyjnie do artykułów z cyklu [3] i [8], zaś dwa ostatnie artykuły (poz. 3 i 4 z Tabeli 5.2.1.) bardzo przypominają opracowanie [6] z cyklu.

W nurcie drugim znalazły się dwie publikacje, w tym jeden artykuł napisany we współautorstwie, a także samodzielnie napisany rozdział w monografii. Artykuł zatytułowany „Company growth and growth opportunities on the example of some EU stock exchanges in the light of market characteristics” (poz. 1 z Tabeli 5.2.2.) jest wyraźną inspiracją dla artykułu [7] w cyklu zgłoszonym jako osiągnięcie naukowe. Główną różnicę dostrzegam w podmiotach objętych badaniem. W drugiej publikacji w tym nurcie (poz. 2 z Tabeli 5.2.2.) pojawia się nowe w dorobku Habilitantki podejście do rozwoju spółek, uwzględniające kapitał intelektualny jako czynnik wpływający na ten rozwój.

Do nurtu trzeciego dotyczącego determinant wpływających na stopę zwrotu z papierów wartościowych Habilitantka zaliczyła 13 publikacji, w tym: jedną samodzielną monografię, jeden współautorski rozdział w monografii oraz 11 artykułów, w tym cztery samodzielne, zaś pozostałe współautorskie. Główne wątki badawcze poruszane w ramach tego nurtu koncentrują się na kilku kluczowych obszarach. Pierwszym z nich jest efekt dnia tygodnia i wpływ pandemii COVID-19, w ramach którego analizowane są anomalie dnia tygodnia na przykładzie wybranych indeksów oraz rynków bałtyckich i nordyckich (poz. 1, 5 i 6 z Tabeli 5.2.3.). Kolejnym istotnym wątkiem jest stabilność zewnętrzna i zrównoważony rozwój przedsiębiorstw energetycznych w krajach V4 (poz. 2 z Tabeli 5.2.3.). W kontekście zrównoważonego rozwoju analizowany jest także wpływ sytuacji makroekonomicznej

i finansowej na rozwój sektora logistycznego w największych gospodarkach UE oraz w Polsce (poz. 3 i 4 z Tabeli 5.2.3.). Kolejnym istotnym obszarem badawczym jest płynność handlu i jej wpływ na stopy zwrotu z akcji na rynkach rozwijających się, w tym w Polsce, Austrii i krajach bałtyckich (poz. 9, 10). Badania te analizują, jak płynność handlu wpływa na wyniki rynkowe w różnych kontekstach, przy czym podobieństwo tytułów tych dwóch pozycji wskazuje, że jedyną różnicą między opracowaniami jest zakres podmiotowy badania. Pojawia się też opracowanie dotyczące polityki dywidendowej i jej wpływu na płynność akcji notowanych na GPW w Warszawie (poz. 11 z Tabeli 5.2.3.).

W artykułach trzeciego nurtu pojawiają się również analizy związane z podatkami od zysków kapitałowych i stopami zwrotu z kryptowalut w krajach o różnym stopniu regulacji prawnych (poz. 7 i 8 z Tabeli 5.2.3.). Ostatnim wątkiem badawczym jest zastosowanie modelu wieloczynnikowego Pastora i Stambaucha do wyjaśnienia wpływu płynności na stopy zwrotu z akcji na przykładzie GPW (poz. 13 z Tabeli 5.2.3.).

Podsumowując, poruszone w ramach nurtu trzeciego tematy badawcze stanowią przekrojowy przegląd wybranych determinant wpływających na stopy zwrotu z papierów wartościowych.

W latach 2012–2015 dr Agata Gniadkowska-Szymańska uczestniczyła w trzech projektach naukowo-badawczych, które prowadziła w ramach rozwoju młodych naukowców na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego. W każdym z nich pełniła rolę kierownika projektu. Tematyka wszystkich projektów dotyczyła związków między płynnością obrotu a stopami zwrotu z akcji na GPW w Warszawie. Działalność projektową Habilitantki trudno ocenić zbyt wysoko, gdyż jej badania były ograniczone do wewnętrznych projektów uczelnianych, bez udziału w projektach finansowanych na szczeblu krajowym.

Dr Agata Gniadkowska-Szymańska aktywnie uczestniczyła w działalności konferencyjnej, biorąc udział w radach naukowych oraz organizując i uczestnicząc w licznych konferencjach. W 2015 roku była współorganizatorem Interdyscyplinarnej Konferencji „Gospodarka i Społeczeństwo” organizowanej przez Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, gdzie jej zadaniem było wsparcie organizacji konferencji i zapewnienie sprawnego przebiegu obrad. W trakcie swojej kariery naukowo-badawczej uczestniczyła w 18 konferencjach naukowych, z czego 8 było krajowych, a 10 międzynarodowych. Od uzyskania stopnia doktora nauk ekonomicznych uczestniczyła w 10 konferencjach, w tym 3 krajowych oraz 7 międzynarodowych. Jej aktywność konferencyjna obejmowała zarówno prezentacje referatów, jak i bierny udział w różnych wydarzeniach naukowych. Działalność habilitantki w tym obszarze oceniam pozytywnie.

Dr Agata Gniadkowska-Szymańska znacząco rozwinęła swoją współpracę naukową z krajowymi i zagranicznymi ośrodkami akademickimi. Po uzyskaniu stopnia doktora rozpoczęła współpracę z zespołami badawczymi Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego, a także nawiązała kontakty z innymi polskimi i zagranicznymi uczelniami. Szczególnie owocna okazała się jej współpraca z Hellenic Open University w Grecji oraz Faculty of Economics and Business w University of Rijeka w Chorwacji. Wspólnie z tymi instytucjami opracowała szereg publikacji naukowych i referatów, które prezentowano na międzynarodowych konferencjach.

Ponadto, dr Gniadkowska-Szymańska aktywnie uczestniczyła w międzynarodowych projektach badawczych, takich jak ESI Postdoctoral Program ‘Social Sciences and Humanities in a Post-Crisis Period’, gdzie pełniła funkcję przewodniczącej Grupy Roboczej ds. Ekonomii i Przywództwa. W ramach tej współpracy również powstały publikacje naukowe.

W 2022 roku zainicjowała współpracę z Katedrą Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa Uniwersytetu Łódzkiego oraz Social Sciences and Management Research Centre in Economic and Organisational Sociology z Lisbon School of Economics and Management. Badania

skupiały się na funkcjonowaniu i zrównoważonej sprawozdawczości spółek kapitałowych notowanych na giełdach papierów wartościowych w Polsce i Portugalii.

Dodatkowo, dr Gniadkowska-Szymańska współpracowała z Prof. Perem Engelsethem z Tromsø School of Business and Economics, UiT The Arctic University of Norway. Wspólnie z pracownikami Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego opracowała artykuły naukowe poświęcone wpływowi podatków środowiskowych na zrównoważony rozwój przedsiębiorstw transportowych.

Ważnym elementem umiędzynarodowienia jej pracy naukowo-badawczej jest udział w stowarzyszeniach zrzeszających ekonomistów, takich jak World Economic Association i CFA Poland. Ponadto, aktywnie uczestniczyła w komitetach naukowych międzynarodowych konferencji, m.in. w Interdyscyplinarnej Konferencji „Gospodarka i Społeczeństwo” oraz VII Międzynarodowej Konferencji Naukowej „Ochrona i Bezpieczeństwo Uczestników Rynku Usług Finansowych w Sytuacji Kryzysowej (COVID-19)”.

Dr Gniadkowska-Szymańska regularnie uczestniczyła również w wykładach i szkoleniach prowadzonych przez zagraniczne ośrodki akademickie, co wzbogaciło jej wiedzę i kompetencje dydaktyczne. Współpracę naukową Habilitantki, zarówno krajową jak i międzynarodową oceniam wysoko. Jej aktywność w tym obszarze uważam za wyróżniającą się.

Od uzyskania stopnia doktora Habilitantka aktywnie uczestniczyła w pracach komitetów redakcyjnych wielu czasopism naukowych. Była członkiem redakcji takich czasopism jak ‘Innovation and Green Development’ (Elsevier), ‘International Journal of Accounting and Finance’, ‘Global Business and Economics Review’, ‘International Journal of Financial Innovation in Banking’ (Inderscience), ‘The South East European Journal of Economics and Business’ (School of Economics and Business in Sarajevo), ‘Asia-Pacific Financial Markets’ (Springer Nature), a także ‘Sustainability’, ‘Energies’ oraz ‘Economies’ (MDPI). Warto dodać, że w przeciwieństwie do uznanych wydawnictw jak Elsevier czy Springer, czasopisma wydawane przez MDPI, choć mają szeroki zasięg, są często uważane za drapieżne ze względu na niektóre praktyki wydawnicze. Działalność Habilitantki w obszarze redakcyjnym oceniam pozytywnie.

Na uznanie zasługuje aktywne uczestnictwo Habilitantki w szeregu kursów, szkoleń i wykładów prowadzonych przez teoretyków i praktyków z Polski i zagranicy, mających na celu podnoszenie Jej kwalifikacji dydaktycznych i badawczych. Ukończyła łącznie 21 szkoleń, z czego 12 było organizowanych przez polskie instytucje, takie jak Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości i Uniwersytet Łódzki, oraz 9 przez zagraniczne organizacje, w tym Coursera Project Network. Szkolenia te dotyczyły szerokiego zakresu tematów, w tym analizy finansowej, wyceny przedsiębiorstw, rachunkowości, zarządzania projektami oraz optymalizacji portfela inwestycyjnego. Wszystkie szkolenia były zakończone uzyskaniem certyfikatów, co świadczy o ciągłym podnoszeniu kompetencji zawodowych.

V. Ocena działalności dydaktycznej, organizacyjnej, popularyzatorskiej i współpracy z otoczeniem społecznym i gospodarczym

Dr Agata Gniadkowska-Szymańska prowadziła bogatą działalność dydaktyczną i popularyzatorską, koordynując i prowadząc zajęcia dydaktyczne na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego. W swojej pracy dydaktycznej prowadziła 15 różnych przedmiotów na sześciu kierunkach studiów, w tym na Logistyce, Analityce Gospodarczej, Ekonomii, Bankowości i Finansach Cyfrowych, Finansach i Rachunkowości oraz Rynku Finansowym – Doradztwie Inwestycyjnym. Dodatkowo, promowała prace

magisterskie i licencjackie, aktywnie wspierając studentów w ich rozwoju naukowym poprzez koordynację, współpracę i współtworzenie publikacji naukowych.

Dr Gniadkowska-Szymańska realizowała godziny nadwymiarowe, osiągając najwyższy procent wykonania pensum na poziomie 155,4% w roku akademickim 2016/2017. Ponadto, wypromowała 21 prac dyplomowych, w tym 16 licencjackich i 5 magisterskich, oraz zrecenzowała 36 prac dyplomowych. Jej działalność dydaktyczna obejmowała również opracowywanie programów studiów i sylabusów dla nowych specjalności na kierunkach Finanse i Rachunkowość oraz Ekonomia.

W ramach popularyzacji nauki dr Gniadkowska-Szymańska wspierała studentów w konkursach z zakresu finansów, takich jak CFA Research Challenge czy The Ethics Challenge organizowanych przez CFA Institute. Była także zaangażowana w realizację trzech staży zagranicznych w ramach projektu Erasmus+, prowadząc zajęcia dydaktyczne w obszarze finansów przedsiębiorstw na uczelniach we Włoszech i na Węgrzech. Za swoją ponad 10-letnią pracę na Uniwersytecie Łódzkim została odznaczona Brązowym Medalem za Długoletnią Służbę.

Dr Agata Gniadkowska-Szymańska aktywnie współpracuje z otoczeniem biznesowym, co jest ważnym elementem Jej działalności zawodowej. Zdobyła cenne doświadczenie zawodowe podczas praktyk w Banku PEKAO S.A. oraz w Regionalnym Centrum Wolontariatu w Łodzi. Po ukończeniu studiów magisterskich pracowała jako finansista w firmie ROSSMANN SDP Sp. z o.o., gdzie zajmowała się oceną projektów inwestycyjnych oraz tworzeniem procedur związanych z elektronicznym obiegiem dokumentów księgowych. Od 2021 roku pełni funkcję Bieglego Sądowego ds. finansów i rachunkowości przy Sądzie Okręgowym w Łodzi, a od 2023 roku także przy Sądzie Okręgowym w Katowicach. W ramach tej roli napisała około 200 opinii do spraw sądowych oraz opinii na zlecenie prokuratury, co umożliwiło jej zastosowanie wiedzy teoretycznej w praktyce.

Podsumowując, działalność dydaktyczna i organizacyjna Habilitantki zasługują na ocenę pozytywną, zaś działalność popularyzującą naukę oraz Jej współpracę z otoczeniem społecznym i gospodarczym uważam za imponującą.

VI. Wniosek końcowy

Po szczegółowym zapoznaniu się z dokumentacją postępowania habilitacyjnego dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej stwierdzam, że osiągnięcie naukowe przedstawione do oceny stanowi pewien wkład w rozwój wiedzy na temat czynników kształtujących wzrost spółek giełdowych w wybranych krajach głównie z obszaru Europy. Wkład w rozwój dyscypliny i finanse uważam jednak za skromny, w dodatku o charakterze wyłącznie empirycznym, polegającym na znalezieniu pewnych związków między wzrostem zysków na akcję a wybranymi aspektami kondycji finansowej mierzonej wskaźnikami finansowymi bądź ich agregatami w postaci modeli stworzonych na bazie analizy dyskryminacyjnej.

Za najmocniejsze strony wniosku uważam podjęcie badań ukierunkowanych na pogłębienie wiedzy w zakresie relacji między możliwościami wzrostu a wzrostem rzeczywistym z uwzględnieniem stopnia dojrzałości rynku, a także poszukiwanie związków między płynnością finansową i płynnością obrotu. Współpraca z innymi naukowcami, w tym głównie z dr hab. Moniką Bolek, prof. UŁ, pokazuje zdolność do efektywnej pracy zespołowej. Doceniam wyróżniającą się aktywność Habilitantki w obszarze popularyzacji nauki, a zwłaszcza współpracy z otoczeniem społecznym i gospodarczym.

Za słabe strony wniosku uznaję natomiast m.in. fakt, że wkład dr Agaty Gniadkowskiej-Szymańskiej w publikacje współautorskie jest raczej jednostronny, ograniczony głównie do przygotowania baz danych i opracowania przeglądów literatury, nie obejmuje zaś samodzielnego prowadzenia badań empirycznych. Brak odwołania się do uznanych teorii, brak

klarowności w formułowaniu celów czy wręcz stawianie błędnych pod względem pojęciowym hipotez również osłabiają jakość prowadzonych badań. Trudne do wyjaśnienia jest stosowanie nieadekwatnych przestrzennie i czasowo modeli do diagnozowania badanych podmiotów, pomimo znanych wyraźnych argumentów przeciwko takiej praktyce i pomimo dostępności szeregu narzędzi alternatywnych, prawdopodobnie lepiej dopasowanych. Nietrudne do wykrycia znaczne podobieństwa między różnymi pracami autorstwa lub współautorstwa Habilitantki, zarówno z cyklu publikacji, jak i spoza niego, wskazują na pewne powielenie własnego dorobku naukowego. Dr Gniadkowska-Szymańska nie realizowała też żadnego projektu finansowanego w trybie konkursowym.

Podsumowując, stwierdzam, że wobec wyrażonych w recenzji zastrzeżeń, nie mam dostatecznych podstaw do uznania, że spełnione zostały warunki dotyczące nadania stopnia naukowego doktora habilitowanego dr Agacie Gniadkowskiej-Szymańskiej, a tym samym do pozytywnej oceny Jej wniosku w tej sprawie.

Zaznaczam przy tym, że aktywność konferencyjna Habilitantki i współpraca z naukowcami z innych ośrodków, w tym zagranicznych, w zupełności wystarcza do spełnienia wymogu ustawowego określonego w art. 219 ust. 1 pkt 3, dotyczącego istotnej aktywności naukowej realizowanej w więcej niż jednej uczelni lub instytucji naukowej, w szczególności zagranicznej. Jeśli natomiast chodzi o znaczny wkład w rozwój dyscypliny, o którym mowa w art. 219 ust. 1 pkt 2 ustawy, to osiągnięcia naukowe Habilitantki w tym obszarze uważam za niewystarczające.

Wykaz literatury

- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249.
- Brogaard, J., Li, D., & Xia, Y. (2017). Stock liquidity and default risk. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 486–502.
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2000). Commonality in Liquidity. *Journal of Financial Economics*, 56(1), 3–28.
- Greiner, L. E. (1972). Evolution and revolution as organizations grow. *Harvard Business Review*, 50(4), 37–46.
- Janie, D. N. A., & Rosyati, R. (2022). The Financial Ratios Impact on Earnings Growth of The Consumer Goods Companies Listed on IDX in 2015–2020. *The Accounting Journal of BINANIAGA*, 7(1), 17–30. <https://doi.org/doi: 10.33062/ajb.v7i1.490>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Lockett, A., Wiklund, J., Davidsson, P., & Girma, S. (2011). Organic and Acquisitive Growth: Re-examining, Testing and Extending Penrose's Growth Theory. *Journal of Management Studies*, 48(1), 48–74.
- Marjohan, M. (2020). The Influence of Financial Ratio on Profit Growth and Their Implications on Dividend Policy (Empirical Study in Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange). *Jurnal Administrare: Jurnal Pemikiran Ilmiah Dan Pendidikan Administrasi Perkantoran*, 7(2), 401–418.
- Marshall, A. (1980). *Principles of Economics*. Macmillan.
- Penrose, E. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Blackwell.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. W. Strahan and T. Cadell.