

dr hab. Marek Pauka, prof. UEW
Katedra Finansów
Wydział Ekonomii i Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław, 30 czerwca 2023 r.

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Katarzyny Barbary Szuper
pt. Efekty ekonomiczne pierwszych ofert publicznych
polskich spółek innowacyjnych**

przygotowanej pod kierunkiem naukowym
Promotor: dr hab. Elżbieta Bukalska, prof. UMCS
Promotor pomocniczy: dr Jakub Czerniak, prof. UMCS

1. Podstawa prawna i zakres recenzji

Niniejsza recenzja została przygotowana w odpowiedzi na uchwałę Rady Naukowej Instytutu Ekonomii i Finansów Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie z dnia 20 kwietnia 2023 r., powołującą mnie na recenzenta w przewodzie doktorskim mgr Katarzyny Szuper, podpisanej przez dr hab. Jolanty Szolno – Koguc, prof. UMCS, Przewodniczącą Rady Naukowej Instytutu Ekonomii i Finansów Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie. Podstawą do przygotowania recenzji jest ustawa z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym.

Przedmiotem niniejszej recenzji jest szczegółowo uzasadniona ocena spełnienia przez rozprawę doktorską jednocześnie trzech warunków:

- musi stanowić oryginalne rozwiązanie problemu naukowego,
- wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną kandydata w danej dyscyplinie naukowej,
- potwierdza umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

Aby odnieść się do każdego z wymienionych warunków, recenzja została podzielona na następujące części:

- ocena wyboru problemu badawczego, celu i metody badawczej,
- ocena struktury i treści merytorycznych, w tym realizacji celu i wniosków,
- ocena formalna pracy,

a ostatnia część zawiera ostateczną ocenę pracy i wniosek do Rady Naukowej Instytutu Ekonomii i Finansów Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie.

2. Ocena wyboru problemu badawczego, celu i metody badawczej

Autorka podjęła się zbadania ciekawego, ważnego i aktualnego problemu z obszaru efektywności informacyjnej, tj. określenia relacji pomiędzy innowacyjnością emitentów akcji a warunkami pozyskiwania kapitału na publicznym rynku akcji w Polsce. Autorka wskazała, iż problem odnosi się „do efektów ekonomicznych uzyskiwanych przez polskie przedsiębiorstwa innowacyjne po przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej”. Jest to problem złożony, mający zarówno wiele możliwych przyczyn, jak i interesujące dla nauki i praktyki konsekwencje. Jego zbadanie wymaga znajomości metod ekonometrycznych, jak również posiadania szerokiej wiedzy dotyczącej rynków finansowych, finansów przedsiębiorstw oraz zarządzania w obszarze innowacji. Większość dotychczasowych badań nie obejmowała rynku polskiego. Autorka wyraźnie wskazuje w tym zakresie lukę badawczą, którą następnie stara się wypełnić.

W tym miejscu warto by rozważyć rozszerzenie w pracy wątku pokazującego odmiennosc polskich spółek (czy lepiej polskiego rynku finansowego) lub alternatywnie wskazanie, że jest to tylko wybrany przykład, a ze względu na konwergencję cech rynków kapitałowych w UE wskazane w pracy wnioski można traktować jako uniwersalne.

Rozprawa wpisuje się w potrzebę rozwoju nauki w dziedzinie klasycznych finansów, uwzględniając wątek ważny dziś ze względu na stałą potrzebę utrzymywania silnej i względnie trwałej przewagi konkurencyjnej przez przedsiębiorstwa, najlepiej poprzez ciągły rozwój i wdrażanie innowacji oraz na uniwersalną potrzebę pozyskiwania kapitałów niezbędnych do tego rozwoju. Podjęty temat stanowi również obiekt zainteresowania ze strony dawców kapitału, w szczególności obecnych na tradycyjnych rynkach finansowych. Warto podkreślić, że podjęty w rozprawie problem może stanowić w kolejnych etapach rozwoju naukowego podstawę do dalszych badań nad relacjami pomiędzy obecnością przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym a aktywnością w zakresie innowacji.

Autorka postawiła we wstępie, a następnie powtórzyła w dalszych częściach pracy, cel główny w brzmieniu: „*analiza wpływu pierwszej oferty publicznej na wyniki ekonomiczne polskich przedsiębiorstw, przede wszystkim przedsiębiorstw prowadzących działalność innowacyjną*”. Ponadto Autorka wyodrębniła cztery cele cząstkowe, tj. 1) identyfikacja specyfiki spółek innowacyjnych, debiutujących na giełdzie; 2) charakterystyka IPO spółek innowacyjnych, 3) identyfikacja i ocena zmian w działalności innowacyjnej oraz zmian w sytuacji ekonomicznej spółki innowacyjnej po debiucie giełdowym, 4) identyfikacja i ocena wpływu innowacyjności na sytuację finansową spółki. W kontekście tych celów sformułowano również cztery hipotezy badawcze: H1 – Spółka innowacyjna w momencie debiutu jest młodsza, większa i bardziej rentowna niż spółka nieinnowacyjna. H2 – Spółka innowacyjna pozyskuje więcej funduszy z IPO (w stosunku do posiadanych aktywów) oraz ma większy udział inwestorów instytucjonalnych w debiucie, a relacja ceny emisyjnej do wartości księgowej jest istotnie wyższa niż spółek nieinnowacyjnych. H3 – Sytuacja ekonomiczna spółki innowacyjnej po debiucie pogarsza się w mniejszym stopniu niż spółki innowacyjnej. H4 Spółki innowacyjne charakteryzują się lepszą sytuacją finansową niż spółki nieinnowacyjne.

Już samo przedstawienie zadania badawczego, którego podjęła się Autorka, sygnalizuje, że rozprawa jest efektem ogromnej pracy, wykonanej przez Doktorantkę. Tak przedstawione cel, cele szczegółowe i hipotezy są ze sobą spójne. Struktura pracy została zaprojektowana, aby zrealizować tak zdefiniowane zadanie badawcze. Brzmienie celu i celów szczegółowych nie budzi wątpliwości. Z kolei hipotezy wydają się zbyt złożone, a nawet wielowątkowe i można by podjąć próbę ich przeformułowania tak, żeby wskazywały istotę badania bez uwzględniania sposobu pomiaru. Hipoteza pierwsza porusza trzy problemy jednocześnie, tj. wiek, wielkość i rentowność w momencie debiutu w kontekście innowacyjności. Czyli dotyczy diagnozy sytuacji na początku upublicznienia spółek pozyskujących kapitał poprzez emisję akcji. Jest swoistym punktem startu do osiągnięcia celu głównego. Ideą było, że spółki innowacyjne umożliwiają szybsze osiągnięcie etapu pozwalającego na pozyskanie kapitału z publicznego rynku akcji. Hipoteza druga, składająca się również z trzech wątków, które można traktować jako sukces emitenta w procesie IPO (relatywna wielkość pozyskanego kapitału, przyciągnięcie inwestorów instytucjonalnych i ponownie relatywna wielkość pozyskanego kapitału), celuje w analizę wpływu

innowacyjności na ten sukces przejawiający się w działalności finansowej przedsiębiorstwa (pozyskiwanie kapitału na lepszych warunkach) na akcyjnym rynku pierwotnym i można ją uznać za rozszerzenie celu głównego. Hipoteza trzecia stricte wiąże się z realizacją celu głównego. Hipotezę czwartą należy czytać łącznie z pozostałymi, choć i tu pozostawia do wyboru co najmniej dwa możliwe obszary badawcze, tj. sytuację przed debiutem i sytuację jakiś czas po debiucie. W dalszej części pracy jest ten wątek doprecyzowany, jednak można było hipotezę czwartą dookreślić już na początku. Wątpliwości budzi koncentrowanie się (przynajmniej na poziomie słownym) zarówno na sytuacji ekonomicznej jak i finansowej. Jednak po lekturze całości opracowania mam wrażenie, że to zabieg stylistyczny i sytuacja ekonomiczna jest utożsamiana z sytuacją finansową. Jeśli nie, to warto by doprecyzować, jak Autorka rozumie pojęcie sytuacji ekonomicznej, a jak sytuacji finansowej.

Warto pokreślić, iż w części teoretycznej, szczególnie 3.2., poświęcono wiele miejsca na analizę dotychczasowego dorobku naukowego i wykazanie luki badawczej oraz na wyprowadzenie hipotez, co uważam za szczególnie cenne. Mimo iż Autorka nie zastosowała modnego dziś systematycznego przeglądu literatury, lecz subiektywnie dobrała prezentowane teorie i wyniki badań empirycznych, czytelnik może odnieść wrażenie, że prezentowane treści, szczególnie wyprowadzone hipotezy, zostały należycie uzasadnione. Cenne jest również, iż w rozdziale prezentującym własne wyniki empiryczne Autorka odnosi się do wyników innych badaczy wskazując na różnice i podobieństwa.

Jeśli chodzi o przyjętą metodę badawczą, Autorka w mojej ocenie bardzo wyraźnie chciała uzasadnić przyjęte metody badawcze, wykorzystane w modelach zmienne opisujące analizowane zjawiska oraz procedurę analizy istotności wyników. W mojej ocenie warto by było w większym stopniu wskazać, jakie metody i modele (ekonometryczne?) wykorzystywali inni autorzy. Wówczas można by w sposób bardziej obiektywny docenić trud włożony przez Doktorantkę w przeprowadzone badania. W kolejnym kroku można by przedstawić wady (ograniczenia) i zalety poszczególnych metod oraz uzasadnić własną decyzję o wyborze metody badawczej.

W pracy poddano analizie debiuty spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie z lat 2007 – 2018 zarówno na rynku głównym jak i na NewConnect, dzieląc jednocześnie te spółki w zależności od liczby posiadanych patentów, które to informacje pozyskano ze strony Urzędu Patentowego RP. Tu warto by doprecyzować, czy informacje o

patentach były brane na moment debiutu. Spośród 340 spółek dla GPW (591 dla NewConnect) pozostawiono tylko spółki pozyskujące nowy kapitał w debiucie giełdowym, polskie (jak rozumiem, zarejestrowane w Polsce) i prowadzące działalność o charakterze niefinansowym. W dalszej kolejności pozostawiono w próbie wyłączenie spółki udostępniające sprawozdania finansowe z okresu na 2 lata przed debiutem oraz za 2 lata po debiucie. Takie zawężenie zostało przez Autorkę odpowiednio udokumentowane i uzasadnione. Jednak ostatecznie wydaje się, że poddanie analizie 29% debutantów z GPW (98 spółek) oraz 43% z NewConnect (252 podmioty) dość radykalnie ogranicza możliwość wyciągania wniosków dla całej populacji. W szczególności warto by rozważyć dodatkowo:

- czy sprzedaż pakietu akcji przez dotychczasowych właścicieli wraz z pozyskaniem nowego kapitału przez spółkę w jakimś stopniu ograniczałoby wnioskowanie?
- czy wśród spółek odrzuconych dużo było spółek posiadających patenty?
- czy odrzucane spółki istotnie różniły się od tych, które spełniły kryteria doboru do próby? W szczególności takie cechy jak wiek, udział inwestorów instytucjonalnych, relatywna wielkość pozyskanego kapitału można by dla nich wyznaczyć.

Ponadto warto wspomnieć i docenić, że Autorka wskazała na ograniczenie metody podziału spółek na innowacyjne i nieinnowacyjne, jednocześnie wskazując, że wybrany przez nią sposób był przyjmowany w literaturze. Można by pokusić się o równie krytyczne wskazanie (częściowo miało to miejsce) również innych sposobów identyfikowania innowacyjności spółek oraz uzasadnić zalety i ograniczenia tych sposobów na tle wybranej przez Autorkę metody.

Zaproponowane badania należy uznać za ważne i aktualne, a przyjętą metodę jako akceptowalną mimo wspomnianych ograniczeń. W przyszłości warto by się zastanowić nad rozszerzeniem tych analiz o wątek związany z efektywnością informacyjną rynku akcji, tj. uwzględniając zachowanie się cen akcji spółek innowacyjnych i nieinnowacyjnych w debiucie, czyli zbadać zjawisko krótkoterminowego niedowartościowania (underpricingu) i długoterminowego przewartościowania (underperformance). Po lekturze przeglądu literatury mam pewność, że Autorka ma świadomość tej opcji badawczej.

3. Ocena struktury i treści merytorycznych, w tym realizacji celu i wniosków

Przedstawiona do recenzji praca przedstawia wyniki własnych badań Autorki o charakterze empirycznym. Struktura pracy została podporządkowana realizacji celu głównego, czterech celów szczegółowych i weryfikacji czterech hipotez i zadanie to zostało zrealizowane.

We wstępie przedstawiono uzasadnienie wyboru tematu, wskazując lukę badawczą, cel główny, cele szczegółowe i hipotezy oraz przedstawiając krótko poszczególne rozdziały. Znalazła się tu również informacja o próbie badawczej. W mojej ocenie, ze względu na przywołanie aktów prawnych w dalszej części pracy, należało również wskazać, na jaki moment przyjęto stan prawny. Warto by również wskazać potencjalnych zainteresowanych lekturą rozprawy oraz na czym polega, zdaniem Autorki, najbardziej istotny wkład w naukę.

W pracy zostały wykorzystane 372 pozycje literaturowe, z czego zdecydowana większość ma charakter publikacji naukowych. To obszerna lista i należy pogratulować Autorce takiego przeglądu. Widać tu pasję i zaangażowanie naukowe. Przedstawiony przegląd w sposób właściwy wskazał lukę badawczą oraz był podstawą do uzasadnienia przyjętych hipotez. Przy takiej obszernej bazie trudno uniknąć potknięć. Traktuję je bardziej jako zdobywanie doświadczenia, które zaprocentuje w kolejnym etapie rozwoju naukowego, zwłaszcza że mają w pracy charakter punktowy a nie powszechny. I tak, z analizy wykorzystanej literatury płyną następujące wnioski krytyczne (które zostaną rozwinięte w dalszej części recenzji):

- Źródeł prawa lepiej poszukiwać bezpośrednio w aktach prawnych, w szczególności w przypadku regulacji krajowych, które cechują się dużą zmiennością. Tu jako przykład należy podać regulacje dotyczące oferty publicznej i procedury pozyskiwania kapitału w ramach pierwszej oferty publicznej oraz dotyczące obowiązków informacyjnych. Zwłaszcza że od 2013 na NewConnect nastąpiła duża zmiana w wymogach dla debutantów, a z kolei definicję oferty publicznej zmieniono od 2019 roku¹. Brak w spisie literatury aktualnych regulacji

¹ Por. publikacje m.in. dr K. Gemry i dr Sz. Okonia oraz

https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynk_u_kapitalowego/Oferty_Publiczne_i_Prospekty_Emisyjne/Q

w tym zakresie, a przywołane publikacje i akty prawne mają już tylko wymiar historyczny. Ostatecznie, przywoływane regulacje prawne nie wpłynęły na wyniki badań, gdyż spółki objęte badaniem podlegały jeszcze wcześniej obowiązującym przepisom.

- Ogiem pracy włożonej w przegląd literatury warto by uporządkować wg procedury systematycznego przeglądu literatury oraz w większym stopniu przedstawić w postaci tabel podsumowujących wnioski, uwzględniając m.in. metody badawcze, wykorzystane próby badawcze i uwzględnione w badaniu zmienne (jeśli były stosowane modele ekonometryczne), co byłoby podsumowaniem (widocznej) ogromnej pracy włożonej przez Autorkę w przygotowanie tej części rozprawy.
- W opracowaniach naukowych szczególną uwagę należy kłaść na weryfikację źródeł nienaukowych, w szczególności o charakterze popularno-naukowym.

W rozdziale pierwszym Autorka wprowadza definicję innowacyjności oraz podejmuje się wskazania stosowanych miar innowacyjności. Cenne z perspektywy celu pracy jest wskazanie, w jaki sposób innowacje wpływają na przedsiębiorstwa, co w dalszej części służy wyprowadzeniu wybranych hipotez. Podobną rolę odgrywa podrozdział o profilu przedsiębiorstwa innowacyjnego. Ogiem wiedzy, dostarczony przez Autorkę, warto by tu zebrać w tabelę, gdzie można by pokazać niejednoznaczność pojęcia „innowacji” dla rozwoju i sytuacji ekonomiczno – finansowej przedsiębiorstw oraz wpływu różnych cech przedsiębiorstw na poziom innowacyjności.

Rozdział drugi został poświęcony problemowi finansowania działalności przedsiębiorstwa innowacyjnego. Prawidłowo wskazano podstawowe teorie. W moim odczuciu, warto by przedstawić zestawienie teorii odwołujących się do innowacyjności, w szczególności zabrakło mi podsumowania dotyczącego wykorzystania długu i rynku akcyjnego przez spółki innowacyjne w porównaniu do nieinnowacyjnych. Przykładowo Tabela 9 (s. 116) aż kusi, żeby została rozbudowana o więcej elementów, np. informacje o próbie, czas badania, precyzyjniej wskazaną zależność, inne czynniki uwzględniane w badaniu czy nawet metodę badania.

[&A dot ofert publicznych i prospektow/zagadnienia wstepne#:~:text=zmieni%C5%82a%20si%C4%99%20definicja%20oferty%20publicznej,placement%E2%80%9D%2C%20jest%20ofert%C4%85%20publiczn%C4%85.](#)

W rozdziale tym można wskazać drobne skrótomyślowe, które mogą wprowadzić w błąd, np. (s. 71) „koszt kapitału własnego firmy korzystającej z długu jest równy kosztowi kapitału firmy niekorzystającej z długu powiększonego o” premię za ryzyko a nie o samo ryzyko. Na tejże stronie mamy również niefortunne stwierdzenie, że „pojemność zadłużeniowa to punkt, w którym ryzyko bankructwa jest wyższe niż poziom akceptowalny przez zarządzających”. Dalej, na s. 75 można przeczytać o niejednoznacznym „rosnącym udziale kierownictwa w majątku przedsiębiorstwa”, czy o „właścicielach [dop. MP: którzy] zwykle chcą [zyski] reinwestować zamiast wypłacać w formie dywidendy”, choć wcześniej jest mowa o konflikcie wynikającym z odwrotnego sposobu redystrybucji wypracowanych zysków. Skrótomy te uważny czytelnik łatwo rozwikła, jednak powodują chwilowe zatrzymanie płynności czytania.

W tabeli 8, zapewne z rozpędu, emisja obligacji została zakwalifikowana do kapitału własnego przez autorów z PARP, co sugeruje, że należy uważać na cytowanie nienaukowych źródeł. Podobnie warto by wyjaśnić, czym są przedsiębiorstwa przemysłowe na rys. 4 (s. 93) i dlaczego wg cytowanych autorów venture capital (VC) nie finansują fazy przygotowań i fazy startu, tylko fazy kolejne, w szczególności że w podrozdziale 2.2.2. (s. 100) Autorka sama wskazuje, że VC dostarczają kapitał przede wszystkim do przedsiębiorstw na wczesnym etapie rozwoju.

Nie można się zgodzić z Autorką, że emisje wtórne (obok IPO) dają funduszom VC możliwość sprzedaży i wyjścia z inwestycji (s. 107). Jeśli sprzedawane są akcje dotychczasowych właścicieli, to nie jest to emisja akcji, nawet jeśli nazywana jest wtórną. Nazwa polska nie oddaje do końca istoty sprawy, bo mimo że wtórna (czyt. kolejna, nie pierwsza publiczna) to jednak jest to emisja nowych akcji, a nie sprzedaż już wcześniej wyemitowanych.

W rozdziale tym pojawia się bardzo ciekawa, lecz porzucona przez Autorkę kwestia pozyskania kapitału własnego zewnętrznego, na który to przedsiębiorstwa decydują się „w ostatniej kolejności” (s. 77). Autorka wskazuje, że przyczyną tego jest koszt jego pozyskania, ale również inne ograniczenia, jakie ten rodzaj finansowania nakłada na działalność innowacyjną. I tu chętnie dopytałbym, jakie były te inne ograniczenia, które Autorka nie wymieniła w pracy? (pyt. 1).

Bardzo interesujące, choć ponownie tylko zasygnalizowane przez Autorkę, jest twierdzenie, że „fundusze VC, które są bardzo zbliżone do PE, [wpływają] na poziom innowacyjności przedsiębiorstw”. Dlatego chciałbym postawić pytanie, jaki wpływ na przedsiębiorstwa innowacyjne wywierają fundusze PE/VC? Czy Autorka spotkała się z opracowaniami naukowymi na ten temat (pyt. 2).

Ponadto w zakończeniu Autorka wyciągnęła wniosek, że „rynek alternatywny w Polsce nie spełnia jednego ze swoich podstawowych celów, a więc uzupełnienia luki finansowej w młodych i małych spółkach innowacyjnych o wysokim potencjale wzrostu”. Ze względu na wysoki poziom asymetrii informacji na rynkach finansowych i wynikającej z tego negatywnej selekcji, VC/PE są istotną alternatywą (konkurencyjnym źródłem) finansowania przedsiębiorstw innowacyjnych, dlatego powstaje pytanie czy, zdaniem Doktorantki, szczególnie wysoki poziom asymetrii informacji w przypadku spółek innowacyjnych wywołuje efekt negatywnej selekcji na rynku IPO i najlepsze spółki innowacyjne poszukują źródeł finansowania umożliwiającego redukcję asymetrii i pozyskiwanie kapitału na lepszych warunkach, np. właśnie od VC/PE? (pyt. 3).

Rozdział 3 to opracowanie poświęcone pierwszej ofercie publicznej. Poza niepodważalnym walorem poznawczym i bezwzględnie uzasadnioną obecnością tego rozdziału w pracy, chciałbym wskazać przede wszystkim na konieczność wskazania momentu w na osi czasu, dla którego rozdział opisuje sytuację prawną. Można domniemywać, że Autorka chciała pokazać sytuację spółek, które w dalszej kolejności uwzględniła w badaniu, ponieważ prezentowane regulacje uległy znacznej zmianie, włącznie z definicją samej oferty publicznej. Podobnie rzecz się ma z obowiązkami informacyjnymi, w szczególności z publikacją informacji poufnych.

W rozdziale trzecim tym wskazano również, że za IPO (pierwszą ofertę publiczną) uważana będzie sytuacja, kiedy spółka emituje nowe akcje i należy ten wybór uznać za właściwy. Chociaż to spowodowało, że próbę badawczą ograniczono wyłącznie do przedsiębiorstw pozyskujących nowy kapitał. Dlatego chciałbym zapytać Doktorantkę, czy, w jej opinii, sprzedaż akcji przez dotychczasowego właściciela wraz z emisją nowych akcji w ramach IPO wpływa w jakiś sposób na warunki emisji, w szczególności z perspektywy spółek innowacyjnych? (pyt. 4) Jeśli tak, to na czym polega ten wpływ, a jeśli nie, to czy nie byłoby zasadnym pozostawienie tych spółek w próbie.

Za cenne w tym rozdziale uważam zestawienie w tab. 10, które poza powszechnie znanymi zaletami i wadami IPO prezentuje ujęcie z perspektywy firm innowacyjnych. Podobnie jak w rozdziale o źródłach finansowania tu również została przygotowana solidna baza teoretyczna do wyprowadzenia niektórych hipotez, co uważam za bardzo wartościowe. Przyniesione dla polskiego rynku badania ewidentnie wskazują, że moda na badanie pierwotnego rynku akcji jest w odwrocie, co w sytuacji faktycznego spadku jego znaczenia powinno być sygnałem dla regulatora o konieczności wdrożenia środków naprawczych.

W rozdziale czwartym została opisana metoda badania. Za szczególnie cenne uważam przedstawienie wskaźników wykorzystywanych w podobnych badaniach przez innych autorów (tab. 20), choć lekki niedosyt budzi zakres przedstawionych informacji, ponownie niepokazujący skali pracy włożonej w przygotowanie rozprawy przez Autorkę. Do uwag krytycznych zaliczyłbym dość skromny opis zastosowanych metod ilościowych (Roz. 4.4.1.), choć w obronie Autorki występują liczne przypisy, uzasadniające wybór i sposób wykorzystywania wskazanych metod. Pominięty w tej części został model logitowy, o którym Autorka wspomina na s. 247, a które wydaje się dość ważny dla opracowania.

W części poświęconej opisowi próby (oraz w kolejnych dwóch rozdziałach) zwróciłbym szczególną uwagę na różnice pomiędzy średnią arytmetyczną a medianą, sugerujące w niektórych przypadkach duży wpływ skrajnych wartości na wyniki, co potem przełożyło się na wyniki końcowe. W szczególności dotyczyło to zmiennych opartych o wyniki (zyski/straty) finansowe. Warto byłoby wprowadzić też ograniczenia dla przedstawionej metody badawczej, w szczególności wynikające z faktu, iż wskaźniki rentowności czy płynności wyraźnie różnią się w zależności od branż, wielkości czy modeli biznesu.

Dwa kolejne rozdziały (5 i 6) poświęcono omówieniu wyników badania. Biorąc pod uwagę zakres badania jest to przysłówkowa kopalnia wiedzy dla badaczy polskiego rynku kapitałowego. Autorka przeprowadziła bardzo ciekawe i wnikliwe badania, w pełni realizując zdefiniowane we wstępie zadanie badawcze. Ich prezentacja, w mojej opinii, powinna znaleźć swoją ostateczną formę w postaci publicznie dostępnych artykułów lub monografii, aby służyła kolejnym badaczom i praktykom, do czego Autorkę już teraz namawiam. Aby zadość uczynić formule recenzji, wskazałbym, że rozdział poświęcony rynkowi NewConnect warto było osadzić mocniej w korespondencji do wcześniej pokazanego rynku głównego GPW. Warto zaznaczyć, że w pracy nie postawiono celu porównawczego pomiędzy rynkami,

ale przy tym poziomie podobieństwa badań dla obu rynków takie podsumowanie w formule odpowiednich tabel z omówieniami byłoby cennym dodatkiem. Ponadto dość kontrowersyjne wydaje się analizowanie wskaźnika EPS, który analizowany na poziomie nominalnym, nie wnosi zbyt wiele informacji bez analizy kontekstu i, jeśli już, powinien być traktowany jako element analiz względnych, np. w ramach wskaźnika P/E czy DPS/EPS. Zamiast niego, co z resztą uczyniono, powinno się stosować wskaźnik ROE, który przynosi więcej informacji, a nie zawiera wad wskaźnika EPS, jeśli dla niego liczona jest średnia czy mediana. Na szczęście Autorka nie koncentrowała szczególnej uwagi na tym wskaźniku w treści opracowania.

Dość sporym ułatwieniem dla czytelnika byłoby końcowe zestawienie wyników w kontekście postawionych hipotez i celów częściowych oraz w korespondencji z przytaczanymi wcześniej innymi badaniami. Byłoby to również znakomite podsumowanie ogromu pracy włożonej w przygotowanie recenzowanej rozprawy.

Na koniec warto wspomnieć, że załącznik 1 i 2 zawierają listę spółek objętych badaniem. Cenne to źródło, gdyby ktoś chciał replikować wyniki badania, jednak warto by uzupełnić te tabele o informację, czy spółka jest czy nie jest zakwalifikowana do innowacyjnych.

Podsumowując za najważniejsze osiągnięcia Autorki uważam:

1. Opracowanie i usystematyzowanie dotychczasowego stanu dorobku naukowego, zarówno teoretycznego, jak i empirycznego, w tym szczególnie wyników badań empirycznych dotyczących aspektów pozyskiwania kapitału akcyjnego oraz długu przez spółki debiutujące na giełdzie, zwłaszcza uwzględniające innowacyjny charakter emitentów.
2. Zaprojektowanie i przeprowadzenie szerokiego badania empirycznego, obejmującego zarówno spółki z GPW, jak i NewConnect.
3. Uzupełnienie wiedzy na temat wpływu innowacji na debiutantów giełdowych oraz zachowania się wyników finansowych w spółkach po ich debiucie giełdowym.
4. Praktycznie bezbłędny język, logiczną strukturę, czytelny styl i jasne wywody.

Przedstawione powyżej uwagi i wątpliwości o charakterze krytycznym nie należy traktować jako zarzuty wobec rozprawy, a przede wszystkim jako polemiczne zwrócenie uwagi na złożoność i wagę problemów, które mogą stanowić dla Autorki kolejne obszary badawcze i zachętę do dalszego rozwoju warsztatu naukowego.

4. Ocena formalna pracy

Recenzowana praca jest obszerna. Składa się z 336 stron maszynopisu. Została podzielona na sześć rozdziałów oraz wstęp i zakończenie. Do tego dochodzą załączniki, spis rysunków, spis tabel, spis wykresów, spis załączników i bibliografia. Struktura pracy nie budzi wątpliwości. Układ treści jest prawidłowy, podporządkowany realizacji celu. Choć w zakończeniu można by się spodziewać podsumowania bardziej szczegółowego podsumowania licznych analiz prowadzonych równoległe (rozdział 5 i rozdział 6) dla rynku głównego i dla NewConnect oraz głębszych wniosków i opinii Autorki, a także rekomendacji dla praktyków, w szczególności dla regulatora rynku, inwestorów, podmiotów doradzających przy pozyskiwaniu kapitału na rynku akcji i samych emitentów.

W pracy zachowana została jednolita forma graficzna i edytorska. Zastosowany język jest poprawny. Z trudem znalezione „*pieniądze*” (s. 92) w roli środków pieniężnych czy kapitałów, czy też „*dochody (...)*”, a czasem „*przychody (...)* „*ze sprzedaży akcji*” (odpowiednio s. 134 i s. 121) to tylko sporadyczne wyjątki „*kalek*” z języka potocznego. Choć momentami pojawiają się drobne błędy interpunkcyjne (głównie braki przecinków) lub literówki (nieliczne!, np. na str. 90 „*fianansowanie*”, czy na s. 299 „*wysokim potencjalne wzrostu*”), to te drobne uchybienia absolutnie nie przeszkadzają w merytorycznym odbiorze pracy. Stronę formalną pracy oceniam bardzo wysoko.

5. Ostateczna ocena pracy i wnioski końcowe

Na podstawie przeprowadzonej przeze mnie analizy stwierdzam, że oceniana praca spełnia wymagania stawiane przed rozprawami doktorskimi. Po pierwsze, rozprawa prezentuje oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, jakim jest określenie relacji pomiędzy innowacyjnością a warunkami pozyskiwania kapitału na publicznym rynku akcji w Polsce. Po drugie, Autorka wykazała się umiejętnością samodzielnego prowadzenia pracy naukowej, określając trafnie cel badawczy i dekomponując go w szczegółowe cele oraz hipotezy, a następnie przeprowadzając szczegółowy przegląd literatury w celu wykazania luki badawczej i wyprowadzenia hipotez, a następnie przeprowadzając oryginalne badania nad cechami debiutantów giełdowych w Polsce. Na podkreślenie zasługuje przygotowanie oryginalnej bazy danych na podstawie rozproszonych informacji o debiutantach giełdowych, w szczególności o cechach pierwszych ofert publicznych oraz o wynikach finansowych, zwłaszcza osiągniętych przez debiutantów przed wprowadzeniem akcji do publicznego obrotu, a także danych dotyczących patentów, co wymagało tytanicznej benedyktyńskiej pracy. I ostatecznie po trzecie, część teoretyczna recenzowanej pracy doktorskiej jest dla mnie wystarczająco przekonującym argumentem za tym, że Autorka wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną w dyscyplinie Ekonomii i Finansów.

W związku z powyższym wnoszę, aby rozprawę mgr Katarzyny Barbary Szuper pt. *„Efekty ekonomiczne pierwszych ofert publicznych polskich spółek innowacyjnych”* przyjąć jako pracę z dziedziny nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz dopuścić do publicznej obrony.

Ponadto, w oparciu o § 2 Zarządzenia 38/2023 Rektora Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie z dn. 12 kwietnia 2023 r. w sprawie szczegółowych zasad przyznawania wyróżnień rozprawom doktorskim, występuję z wnioskiem o przyznanie wyróżnienia rozprawie doktorskiej mgr Katarzyny Szuper, co uzasadniam treścią przedkładanej recenzji, a w szczególności:

- wyborem ważnego i aktualnego problemu badawczego, łączącego zagadnienia z obszaru finansów przedsiębiorstw (luka finansowania, pozyskiwanie kapitału),

rynków finansowych (efektywność informacyjna rynku kapitałowego) oraz zarządzania (poszukiwanie trwałej przewagi konkurencyjnej), niebanalnego, o dużym potencjale do kontynuowania dalszych badań,

- zaprojektowaniem na podstawie przeglądu literatury oraz zgromadzeniem w formie oryginalnej bazy danych szczegółowych informacji o debiutach i debiutantach z rynku głównego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i rynku alternatywnego NewConnect, w szczególności rozproszonych i niełatwo dostępnych danych finansowych przed upublicznieniem oraz posiadanych przez te spółki patentach,
- przeprowadzeniem szczegółowego przeglądu literatury, dostarczającego wiarygodnej podstawy do identyfikacji luki badawczej oraz umożliwiającego wyprowadzenie i uzasadnienie hipotez badawczych, a także wskazującego zmienne do modeli, reprezentujące analizowane zagadnienia, w tym w wariantach alternatywnych,
- opracowaniem w pracy licznych modeli ekonometrycznych i przeprowadzeniem właściwego wnioskowania, dającego rękojmię, że w przyszłości będzie korzystać z aparatu ilościowego w dalszych badaniach, a także stanowiącego wkład w naukę w postaci analizy relacji pomiędzy cechami spółek pozyskujących kapitał na rynku akcji w Polsce a ich sytuacją finansową z uwzględnieniem posiadanych przez te spółki patentów potwierdzających ich innowacyjność,
- ze względu na staranność formalną pracy, co wymagało mrówczej dokładności i godnego naśladowania skupienia.

Wrocław, 30.06.2023

