

Szczecin, dnia 11 czerwca 2023 r.

dr hab. Katarzyna Byrka-Kita, prof. US
Instytut Ekonomii i Finansów
Uniwersytet Szczeciński
e-mail: katarzyna.byrka-kita@usz.edu.pl
tel.: 602639027

Szanowny Pan
dr hab. Rafał Matera, prof. UŁ
Przewodniczący Komisji Uniwersytetu Łódzkiego ds. stopni
naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse

Szanowny Panie Przewodniczący,

W załączeniu przekazuję recenzję rozprawy doktorskiej autorstwa mgr Olgi Krzeczewskiej pt. „Znaczenie informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w wybranych sektorach” przygotowanej pod kierunkiem dr. hab. Radosława Pastusiaka, prof. ucz. (Promotor) oraz dr. Michała Soliwody (Promotor pomocniczy).

Załącznik:

1. Recenzja rozprawy doktorskiej

K. Byrka - Kita

Szczecin, dnia 11 czerwca 2023 r.

Recenzja rozprawy doktorskiej

mgr Olgi Krzeczewskiej

pt. „Znaczenie informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w wybranych sektorach” przygotowanej pod kierunkiem dr. hab. Radosława Pastusiaka, prof. ucz. (Promotor) oraz dr. Michała Soliwody (Promotor pomocniczy)

Uwagi wstępne

Podstawą prawną przygotowanej recenzji rozprawy doktorskiej mgr Olgi Krzeczewskiej są przepisy prawa określające wymogi stawiane pracom doktorskim w Ustawie z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (jednolity tekst Dz. U. z 2022 r. poz. 574). Recenzja została przygotowana na podstawie decyzji Komisji UŁ ds. stopni naukowych w z dnia 27.02.2023 r. oraz stosownej umowy. Za podstawę oceny rozprawy doktorskiej przyjęto zgodnie z art. 187 ust. 1 i 2 tej Ustawy, następujące wymogi:

- ogólną wiedzę teoretyczną Kandydatki w dyscyplinie ekonomia i finanse,
- umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej,
- oryginalność rozwiązania problemu naukowego.

W następnych punktach zaprezentowano recenzję rozprawy będącej przedmiotem postępowania awansowego.

I. Informacja o problemie badawczym, celu i hipotezach

Problematyka rozprawy

Praca dotyczy zjawiska upadłości przedsiębiorstw oraz efektów związanych z upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość. Należy tu podkreślić, że prac dotyczących reakcji rynkowej na tego typu zdarzenie jest w polskiej literaturze empirycznej niewiele i wszystkie Doktorantka wielokrotnie cytuje (Jura 2016; Prusak i Potrykus, 2020; Prusak i Potrykus, 2021a; Prusak i Potrykus, 2021b; Prusak i Potrykus, 2022). Niemniej jednak w żadnej z nich nie analizowano tego zjawiska w kontekście efektu zarażania – ang. *contagion effect* oraz efektu konkurencyjności – ang. *competitive effect*. I właśnie z perspektywy wewnętrzsektorowych efektów związanych z wpływem upublicznienia informacji o złożeniu wniosku o upadłość jednej firmy na ceny akcji firm

LBK

konkurencyjnych mgr Olga Krzeczewska mierzy się z problemem empirycznym dotąd nieanalizowanym na podstawie danych pochodzących z polskiego rynku kapitałowego. Należy również zauważyć, że mamy obecnie do czynienia z bardzo wyraźnym trendem dotyczącym struktury finansowania. Według Sebastiena Canderlea, autora książki "The Debt Trap", emisja długu stała się ważniejszym narzędziem rozwoju dla firm niż emisja akcji. Z kolei Nouriel Roubini zauważa, że obecnie firmy „zombie”, czyli te, które nie generują wystarczających przepływów pieniężnych, aby pokryć swoje wydatki i są sztucznie podtrzymywane przy życiu, ze względu na utrudniony dostęp do długu będą częściej ogłaszać bankructwo. Również korporacje ponadnarodowe wykorzystywały tani kapitał obcy, aby rozrastać się zbyt szybko, ignorując przy tym argumenty ekonomiczne. Możliwe, że przed nami fala bankructw przedsiębiorstw, które, będąc zależne od taniego kapitału, nie będą w stanie sprostać wyższym kosztom finansowania.

Reasumując, próba odpowiedzi na pytanie, jak informacja o upadłości wpływa na stopy zwrotu z akcji w sektorach, w których wystąpiło złożenie wniosku o upadłość, jest ważnym i aktualnym zagadnieniem. Autorka słusznie podkreśla, że obszar badań określony w pracy nie był podejmowany w odniesieniu polskiego rynku kapitałowego. Zatem rozprawa stanowi wkład do literatury przedmiotu.

Cel i hipotezy pracy

Cel badań przyjęty w rozprawie został sformułowany mało precyzyjnie. Doktorantka ujmuje go w następujący sposób: *„Ocena znaczenia informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w sektorach, w których wystąpiło złożenie wniosku o upadłość, na przykładzie polskiego rynku giełdowego w krótkim okresie czasu”*. Moim zdaniem jest to raczej ocena krótkookresowej reakcji inwestorów mniejszościowych na upublicznienie informacji o upadłości. Z celem tym są powiązane trzy hipotezy główne, które nawiązują do wcześniejszych wyników badań dostępnych w literaturze przedmiotu:

H1: Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółkę giełdową powoduje powstawanie zwykłych stóp zwrotu w przypadku spółek ogłaszających (s.6).

H2: Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółkę giełdową powoduje powstawanie zwykłych stóp zwrotu u konkurentów sektorowych (s.6).

H3: Na poziom średnich zwykłych stóp zwrotu dla konkurentów sektorowych w wyniku złożenia wniosku o upadłość istotnie wpływają cechy sektora (s.7).

Hipotezę H2 rozwinęto w dwie hipotezy pomocnicze

H2.1 Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość ze względów ostrożnościowych powoduje u konkurentów sektorowych dominację efektu zarażania.

H2.2 Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy powoduje u konkurentów sektorowych dominację efektu konkurencyjności.

Hipotezy rozprawy zostały sformułowane poprawnie i nie wnoszę do nich żadnych zasadniczych zastrzeżeń. Moje wątpliwości budzi sformułowanie „zwykliwe”, które samo w sobie sugeruje

wzrost. A jak rozumiem zarówno w hipotezie H1, jak i H2.1 Autorka zakładała negatywną reakcję rynkową. Niemniej jednak zdaję sobie sprawę z faktu, że sformułowanie „abnormal return” w polskiej literaturze tłumaczone jest jako nadwyżkowe, dodatkowe, anormalne oraz ponadnormatywne stopy zwrotu. Moim zdaniem Autorka użyła najmniej zręcznego tłumaczenia. Poza tym biorąc pod uwagę fakt, że Autorka przedstawiła w pracy przegląd literatury nad czynnikami wpływającymi na reakcję konkurentów na upadłość lub zagrożenie upadłością, uzasadnione byłoby podjęcie próby określenia kierunku wpływu wybranych determinant na badane zjawisko.

Tytuł rozprawy

Tytuł rozprawy w sposób syntetyczny oddaje cel, zakres i weryfikowane hipotezy badawcze pracy – w związku z tym należy go uznać za prawidłowy.

II. Metody i próba badawcza

Mgr Olga Krzeczewska zastosowała w swojej rozprawie adekwatne do sformułowanego celu badań i hipotez metody badawcze, zarówno jakościowe, jak i ilościowe. Metody o charakterze jakościowym obejmują analizę krytyczną literatury przedmiotu, w skład której wchodzi przegląd opracowań teoretycznych i empirycznych. Metody ilościowe zastosowane w pracy obejmują klasyczną metodykę analizy zdarzeń (ang. *event study*), która jest wykorzystywana w badaniach nad efektami wpływu wystąpienia nieantycypowanego wydarzenia na ceny akcji oraz szerzej jako element badania efektywności rynku finansowego. Natomiast w części pracy zmierzającej do zidentyfikowania czynników oddziałujących na zwykłe stopy zwrotu pojawiające się u konkurentów spółek składających wnioski o ogłoszenie upadłości, zastosowano właściwe dla ekonometrii regresyjne techniki estymacji zjawisk ekonomicznych, a mianowicie model regresji liniowej estymowany przy użyciu podejścia Metody Najmniejszych Kwadratów.

Dobór metody został uzasadniony stosowną literaturą. Jako główną miarę reakcji inwestorów na upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość przyjęto w pracy skumulowane średnie dodatkowe stopy zwrotu dla różnych przedziałów okna zdarzenia (CAAR). Autorka przyjmuje okno estymacji i okno zdarzenia, wzorując się na procedurze badawczej zastosowanej przez Lang i Stulz (1992). To nie budzi żadnych wątpliwości. Nie zgadzam się jednak z przyjmowaniem korekty Bayesa, która w badaniach empirycznych nie jest szeroko wykorzystywana. Należy tu jednak podkreślić, że korektę Bayesa nałożono jedynie na spółki konkurencyjne do spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w przypadku analiz obejmujących okres COVID-19, a poza tym we wszystkich przypadkach podawane są wartości bez uwzględnienia wspomnianej korekty.

Moje największe wątpliwości budzi sposób doboru zmiennych objaśnianych do modelu ekonometrycznego. Na tym etapie w pracy zabrakło podbudowy na płaszczyźnie teorii ekonomicznej. Niemniej jednak, istotność statystyczna może zostać zidentyfikowana również w badaniu relacji nie mających podstaw teoretycznych. Doktorantka w tabeli 12 na s. 152

prezentuje wyniki studiów literaturowych nad badaniami empirycznym, szkoda jednak, że w bardzo ograniczonym zakresie się do nich odnosi. Z formalnego zaś punktu widzenia zmienne objaśniające powinny charakteryzować się wysoką zmiennością, być silnie skorelowane ze zmienną objaśnianą, być słabo skorelowane między sobą. Niestety Mgr Olga Krzeczewska wskazując zmienne wybrane do modelu, nie odnosi się do teorii albo analiz empirycznych a kwestie formalne również omawia pobieżnie. Jedynie stwierdza na s. 190, że analiza współczynników korelacji pokazała przede wszystkim, że zmienna POOR_PROG jest relatywnie mocno skorelowana ze zmienną objaśnianą CAAR (0,1). Tak jednak nie jest w przypadku zmiennej IND_LEV (Zał. 5), a mimo Autorka to decyduje się na model, który ją uwzględnia. Nie wyjaśniono dlaczego pominięto zmienne objaśniające takie jak udział zobowiązań długoterminowych w finansowaniu majątku czy poziom koncentracji sektora mierzony za pomocą indeksu Herfindahla-Hirschmana. Autorka stwierdza, że przeanalizowano szereg oszacowań modelu. Dlaczego w takim razie nie przedstawiono ich w pracy? Najlepsze oszacowanie otrzymano dla postaci liniowej modelu ze zmiennymi IND_LEV i POOR_PROG. Pod jakim względem najlepsze? Dlaczego w modelu nie pojawiają się zmienne kontrolne? Nie rozumiem, dlaczego dane nie zostały poddane winsorizingowi? Ten zabieg znacząco ograniczyłby ryzyko wpływu na współczynniki regresji danych skrajnych.

Wielkość próby badawczej również nie jest mocną stroną recenzowanej rozprawy. We wstępie Doktorantka deklaruje, że zidentyfikowano 18 zdarzeń dotyczących 17 spółek działających na Rynku Głównym GPW. Jednak na s. 191 stwierdza że: *Poniższej analizie poddano 10 z 18 spółek, których dotyczyły analizowane w badaniu zdarzenia. Wynika to z braku bądź nieregularności notowań akcji pozostałych 8 spółek w oknie zdarzenia.* Dlaczego w takim razie w próbie nie uwzględniono wniosków o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego? Najprawdopodobniej większość upadłości firm jest przewidywalna, tym samym niewiele nowych informacji jest ujawnianych w momencie zgłaszania wniosku o upadłość. Upadki firm nie są całkowitymi niespodziankami. Sama Autorka wskazuje, że informacje o tym, że firma zamierza złożyć wniosek o upadłość, czasami pojawiają się w prasie finansowej kilka dni przed złożeniem wniosku. Rozszerzenie próby o wnioski o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego z pewnością wzbogaciłoby wnioski płynące z przeprowadzonego badania empirycznego. Poza tym dlaczego w próbie nie uwzględniono spółek notowanych na New Connect? Wyjaśnienie sprowadzające się do specyfiki systemu ASO, w tym łagodniejszych uregulowań w zakresie wymogów informacyjnych i wyższego ryzyka (s. 158) nie są przekonujące.

Do zalet pracy należy zaliczyć dobór danych do badań, choć – jak już wspominałam – informacji o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość jest niewiele. W badaniu zastosowano dane unikalne, które pochodzą z bazy opracowanej samodzielnie przez mgr Olę Krzeczewską w ramach przeglądania raportów bieżących publikowanych przez spółki poprzez Elektroniczny System Przekazywania Informacji (ESPI). Dane finansowe banków pochodzą natomiast z bazy EMIS (Emerging Market Information Service). Informacje o kapitalizacji pozyskano z raportów z lat 2015-2019 publikowanych na stronie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Dane dotyczące dziennych notowań cen akcji są skorygowane o dywidendy, splity, prawa poboru itp. i zostały pobrane z Portalu Stooq.pl. Podsumowując w badaniu uwzględniono łącznie 10 zdarzeń

polegających na upublicznieniu informacji o złożeniu wniosku o upadłość, natomiast w części dotyczącej badania wpływu cech poszczególnych sektorów na stymulowanie efektów konkurencyjności i zarażania uwzględniono 98 spółek konkurencyjnych.

III. Struktura rozprawy

Przygotowana przez mgr Olę Krzeczewską rozprawa doktorska liczy 257 stron, z czego właściwy tekst to 222 strony. Praca podzielona jest na cztery rozdziały, zawiera wstęp, zakończenie, oraz bibliografię i spis rzeczy. Bibliografia pracy składa się z 327 pozycji. Praca ma poprawną strukturę pod względem formalnym, aczkolwiek moim zdaniem w części teoretycznej jest zdecydowanie zbyt rozbudowana. Poszczególne rozdziały układają się w spójną całość, która nawiązuje do tematyki pracy oraz sformułowanych hipotez. W pracy można wyodrębnić dwie główne części. Pierwsza z nich – obejmująca rozdział 1, 2 i 3 dotyczy zagadnień stanowiących fundament badań przeprowadzonych w pracy. Pierwsze trzy rozdziały zawierają krótkie podsumowania, co stanowi zaletę pracy. Druga – obejmuje analizę i interpretację wyników badań empirycznych (rozdział 4).

Rozdział pierwszy ma charakter opisowy i obejmuje charakterystykę upadłości w kontekście uwarunkowań prawnych, jak i ekonomicznych. W tym rozdziale omówione zostały kwestie definicyjne związane ze zjawiskiem zaprzestania działalności. Przedstawiono przepisy i zmiany dotyczące polskiego systemu upadłościowego oraz ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw, takie jak rola upadłości w cyklu życia firmy, zjawisko niewypłacalności i brak płynności. Poruszono również problem kosztów związanych z upadłością. Moim zdaniem, choć ta część pracy jest bardzo interesująca i wartościowa, jest ona zbyt rozbudowana z punktu widzenia oceny znaczenia informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w sektorach, w których wystąpiło złożenie wniosku o upadłość rozważania na temat wybranych regulacji dotyczących restrukturyzacji wydają mi się zbędne (Autorka nie bada zjawiska restrukturyzacji). Podobne zdanie mam na temat podpunktu 1.2.4. Moim zdaniem niepotrzebne rozbudowywanie pracy odciąga uwagę czytelnika od podstawowego problemu badawczego.

W drugim rozdziale omówiono wewnątrzsektorowe uwarunkowania działalności przedsiębiorstw. Rozpoczęto od omówienia różnych typów interakcji konkurencyjnych oraz ich ewolucji w cyklu życia sektora, a następnie wyjaśniono znaczenie terminu sektor. Dalej przeanalizowano podstawowe cechy sektorów związane z poziomem konkurencji i osiąganiem rentowności. Dodatkowo, dokonano identyfikacji 18 przypadków złożenia wniosku o upadłość przez spółki notowane na Rynku Głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2016-2020, a także scharakteryzowano czynniki wpływające na działalność sektorów, w których wystąpiły te upadłości, w porównaniu do całego makrosektora oraz w kontekście zmieniającej się koniunktury gospodarczej. Uważam, że ta część pracy powinna zostać ograniczona i włączona do rozdziału pierwszego gdzie wyjaśniono pojęcia i zjawiska stanowiące podłoże do badań przeprowadzonych w pracy. Niemniej jednak szczególnie doceniam podrozdział 2.2, w którym zdefiniowano termin sektor oraz wskazano pojęcia bliskoznaczne.

W rozdziale trzecim przeanalizowano zjawisko oddziaływania informacji o upadłości na spółki z tego samego sektora. Uważam, że zawarte w podrozdziale 3.1 zagadnienia dotyczące efektywności informacyjnej rynku powinny zostać pominięte, ewentualnie znacząco skrócone. Za szczególnie interesujące i wartościowe uważam rozważania dotyczące obowiązków informacyjnych spółek zawarte w podrozdziale 3.2 (nie rozumiem jedynie, dlaczego w tytule pojawia się słowo „obróć”). Podrozdział 3.3 obejmuje wielowątkowy przegląd literatury przedmiotu w obszarze efektu zarażania. Zawarto w nim dostępne w literaturze wyniki prac poświęconych rozprzestrzenianiu się kryzysów pomiędzy rynkami, a następnie pomiędzy sektorami. W podrozdziale 3.4 przeanalizowano potencjalny wpływ, zarówno negatywny, jak i pozytywny, upublicznienia informacji na temat upadłości na stopy zwrotu spółek w danym sektorze. Moim zdaniem niepotrzebnie wydzielono podrozdziały 3.5 i 3.6, obydwa powinny stanowić kontynuację podrozdziału 3.4. Z kolei zawarte w Tabeli 12 wyniki analizy literaturowej dotyczącej modeli objaśniających reakcję konkurentów na upadłość powinny zostać przeniesione do podrozdziału 4.1. Niemniej jednak tę część pracy oceniam bardzo wysoko.

Rozdział czwarty prezentuje metodykę i analizuje wyniki badań empirycznych w podziale na dwa główne obszary, które wynikają ze sformułowanych w rozprawie hipotez. Pierwszy obszar dotyczy wyników badań testujących hipotezę H1, dotyczącą oceny reakcji inwestorów względem akcji spółek ogłaszających. W rezultacie przeprowadzonych badań potwierdzono istotną statystycznie i negatywną reakcję inwestorów na upublicznienia informacji o zamiarze lub złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości. Reakcja na zdarzenie była najsilniejsza w dniu upublicznienia. Ponieważ jak już wyżej podkreślałam większość upadłości firm może być antycypowana, szkoda że w próbie nie uwzględniono wniosków o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego. Natomiast drugi obszar prezentuje i analizuje modele testujące hipotezy H2 i H3. I tu pojawia się pewna niespójność. Na s. 211 Doktorantka stwierdza: „*W przypadku konkurentów spółek ogłaszających (krajowych spółek notowanych na Rynku Głównym GPW i zaklasyfikowanych do tego samego subsektora wg GPW) w dniu zajścia zdarzenia nie zaobserwowano istotnej reakcji. Pozytywne oddziaływanie zdarzenia było widoczne z opóźnieniem – w jednym oknie zdarzenia od 2 do 5.*” Natomiast już na s. 220 stwierdza, że hipoteza główna H2 została potwierdzona. Powstaje pytanie, która z tych konkluzji jest właściwa? I czy można formułować takie wnioski w sytuacji, gdy wyniki są tak niestabilne. Hipoteza 3 zakładała natomiast, że na poziom średnich zwykłych stóp zwrotu konkurentów sektorowych w wyniku złożenia wniosku o upadłość istotnie wpływają cechy sektora. Weryfikację tej hipotezy przeprowadzono w oparciu o model ekonometryczny. Zgodnie z wynikami analiz, cechą sektora, jaka determinowała wartość skumulowanych średnich zwykłych stóp zwrotu w przedziale czasowym okna zdarzenia od 0 do 1, był poziom finansowania długiem. Ze względu na sposób doboru zmiennych objaśnianych i objaśniających do modelu nie uważam, że można sformułować tak zdecydowany wniosek. Niestety zabrakło prezentacji pozostałych specyfikacji modelu.

W treści pracy wykorzystano bogatą i wystarczającą co do liczby pozycji literaturę przedmiotu, na którą składają się:

- pozycje zwarte;
- pozycje artykułowe i working papers;
- akty prawne;
- raporty i sprawozdania;
- źródła internetowe i prasowe.

IV. Zalety i niedostatki rozprawy doktorskiej

Rozprawa doktorska mgr Olgi Krzeczewskiej stanowi głos w dyskusji na temat niezwykle ważnego i aktualnego zagadnienia, jakim jest zjawisko upadłości przedsiębiorstw. Zawiera interesujące spostrzeżenia dotyczące rozprzestrzeniania się kryzysów i oddziaływania informacji na wycenę rynkową podmiotów. Z racji funkcji recenzentki wskazałabym na następujące pozytywne elementy charakteryzujące przedłożoną rozprawę doktorską mgr Olgi Krzeczewskiej.

1. Autorka trafnie zidentyfikowała lukę badawczą. Jak dotąd nie przeprowadzono analizy oddziaływania informacji o upadłości na konkurentów sektorowych spółek zagrożonych niewypłacalnością na polskim rynku finansowym.
2. Recenzowana rozprawa stanowi kompleksową analizę zjawiska wpływu informacji o złożeniu wniosku o upadłość na wartość spółki. Dotychczasowe badania dotyczące tego zagadnienia prowadzone były przede wszystkim na rynku amerykańskim, który z natury rzeczy znacząco różni się od rynku polskiego z uwagi na jego rozmiary i dużą płynność.
3. Doktorantka wykorzystała zarówno literaturę krajową, jak i (w przewadze) zagraniczną odnoszącą się do zjawiska upadłości. Literatura została dobrana i wykorzystana w sposób dojrzały.
4. Na potrzeby pracy stworzono unikatową bazę zdarzeń polegających na upublicznieniu informacji o upadłości

Najważniejszy zarzut, jaki można poczynić wobec recenzowanej rozprawy doktorskiej, dotyczy sposobu modelowania ekonometrycznego przeprowadzonego na potrzeby weryfikacji hipotezy H3. Ponadto, moim zdaniem większość rozważań teoretycznych ujętych w rozdziałach pierwszym i drugim mogłaby być znacząco skrócona. Praca jest zbyt długa i w konsekwencji w wielu fragmentach „przegadana”. Tym trudniej jest Doktorantce zachować konsekwencję i klarowność wyводу.

V. Uwagi szczegółowe

Strona formalna pracy nie budzi zastrzeżeń. Język pracy jest komunikatywny. Występują niedociągnięcia redakcyjne, które nie zmieniają pozytywnej oceny strony formalnej rozprawy jako całości.

Część nielicznych uwag dotyczących edycji i drobnych błędów stylistycznych podano poniżej:

- s. 59 ostatni akapit: zamiast „prawo upadłościowe miało przede wszystkim miało charakter” powinno być „prawo upadłościowe miało przede wszystkim charakter”,

- s. 79 przypis: pozycja Clarke i Cull (2001) nie została umieszczona w spisie literatury,
- s. 119 ostatni akapit: „na różne rynki” powinno być: „różne rynki”,
- s. 147 na dole strony: „stosowany jest reorganizacji” powinno być: „stosowany jest do reorganizacji”,
- s. 166 na dole strony: „tej metodologii” powinno być: „tej metodyki”; metodologia to nauka o metodach badań naukowych,
- W tekście rozprawy brakuje tabeli z wyjaśnieniem zmiennych oraz podaniem źródeł pochodzenia danych.

VI. Konkluzja

Ogółem zalety rozprawy przeważają nad jej mankamentami, a zatem ogólna ocena pracy jest pozytywna. Rozprawa doktorska mgr Olgi Krzeczewskiej pt. „Znaczenie informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w wybranych sektorach”, przygotowana pod kierunkiem dr. hab. Radosława Pastusiaka, prof. ucz. (Promotor) oraz dr. Michała Soliwody (Promotor pomocniczy), spełnia przesłanki określone dla rozpraw doktorskich w odpowiednich przepisach prawa. Autorka zawarła w niej oryginalne rozwiązanie problemu naukowego. W dysertacji Doktorantka umiejętnie dobrała i wykorzystwała literaturę przedmiotu, wykazując się przy tym krytycznym spojrzeniem i znajomością tematu, a tym samym – ogólną wiedzą teoretyczną w obszarze nauk społecznych (w dyscyplinie ekonomia i finanse).

Mgr Olga Krzeczewska przeprowadziła na potrzeby przygotowania dysertacji:

- studia literaturowe,
- analizy ilościowe z wykorzystaniem modelu ekonometrycznego,
- wnioskowanie oparte na powyższych.

Badaczka wykazała się wnikliwością, co jest widoczne w rozbudowanych studiach literaturowych. Co prawda analizy ilościowe zawarte w rozprawie budzą wątpliwości, niemniej jednak potwierdzają zdolność do samodzielnego prowadzenia prac badawczych.

W związku z tym wnoszę o dopuszczenie do publicznej obrony rozprawy doktorskiej mgr Olgi Krzeczewskiej pt. „Znaczenie informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w wybranych sektorach”.

Katarzyna Byrka-Kitka

Literatura:

- Clarke, G.R.G.; Cull R., Political Determinants and Economic Effects of Bank Privatization in Argentina [w:] Columbus, F. (red.), Politics and Economics of Latin America, Nova Science Publishers Inc., Huntington, NY 2001.
- Jura, B., 2016. Upadłość przedsiębiorstw na rynku publicznym i niepublicznym w Polsce. *Finanse*, 9(1).
- Lang, L.H. and Stulz, R., 1992. Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 32(1).
- Prusak, B., Potrykus, M., 2020. Short-term price reaction to involuntary bankruptcies filed in bad faith: Empirical evidence from Poland.
- Prusak, B., Potrykus, M., 2021. Short-term price reaction to filing for bankruptcy and restructuring proceedings – The case of Poland. *Risks*, 9(3).
- Prusak, B., Potrykus, M., 2022. Price reactions to an arrangement approval in restructuring proceedings – the case of Poland. *International Journal of Management and Economics*.
- Prusak, B., Potrykus, M. Intraday price reaction to filing bankruptcy and restructuring proceedings – the evidence from Poland. w: The Digital Disruption of Financial Services. *Routledge*, 2021. s. 141-164.
- Prusak, B., Potrykus, M. Short-Term Price Reaction to Filing for Bankruptcy and Restructuring Proceedings – The Case of Poland. *Risks*, 2021, 9.3: 56.