



Toruń, 09.03.2015

Prof. DANUTA DZIAWGO  
NICHOLAS COPERNICUS UNIVERSITY IN TORUŃ  
FACULTY OF ECONOMIC SCIENCES & MANAGEMENT  
Department of Accounting

## RECENZJA

**rozprawy doktorskiej mgr Natalii Śmieja  
nt. „Determinanty oprocentowania obligacji notowanych na  
rynku zorganizowanym w Polsce”  
przygotowanej pod kierunkiem naukowym  
prof. dr. hab. Jacka Karwowskiego, z udziałem promotora pomocniczego  
dr Marka Pauki**

Wzrost znaczenia tematu pozyskiwania kapitału poprzez emisje obligacji na rynku finansowym w Polsce sprawia, iż coraz większego znaczenia nabiera analiza tego rynku, a w szczególności określenie czynników wpływających na poziom oprocentowania pozyskiwanego w ten sposób kapitału.

Tak więc z całą pewnością zarówno analiza determinant oprocentowania obligacji notowanych na rynku zorganizowanym w Polsce, jak również i analiza rynku obligacji, zasługują na naukową analizę.

W pracy sformułowano następującą główną hipotezę badawczą:  
„zastosowanie dodatkowych zabezpieczeń i kowenantów w emisjach obligacji nie wpływa na zmniejszenie kosztu kapitału mierzonego oprocentowaniem emisji.”

Równocześnie sformułowano dwie hipotezy pomocnicze o następującej treści:

1. „o oprocentowaniu emisji w znacznym stopniu decydują czynniki niezwiązane bezpośrednio z ryzykiem prowadzonej przez emitenta działalności.
2. rodzaj proponowanego w warunkach emisji obligacji zabezpieczenia zależy w większym stopniu od rodzaju prowadzonej działalności niż kondycji finansowej emitenta.”

Ponadto w pracy Autorka sformułowała następujący nadrzędny cel badawczy: „ustalenie, które parametry i w jaki sposób wpływają na oprocentowanie emisji obligacji na polskim rynku dłużnych papierów wartościowych”.

## **OCENA STRONY FORMALNEJ**

Recenzowana rozprawa doktorska stanowi studium teoretyczno-empiryczne. Tytuł pracy został sformułowany w sposób bardzo pojemny, co pozwala w sposób kompleksowy ująć zagadnienie czynników wpływających na wysokość oprocentowania obligacji w momencie ich wprowadzenia do obrotu zorganizowanego w Polsce.

Rozprawa doktorska obejmuje 189 stron. Praca składa się ze wstępu, 3 rozdziałów oraz zakończenia. Rozdziały stanowią spójną całość.

W rozdziale pierwszym dokonano charakterystyki obligacji, uwzględniając etapy emisji obligacji w warunkach polskich oraz opisano wtórny zorganizowany rynek obrotu obligacjami. W rozdziale drugim, w jego pierwszej części scharakteryzowano źródła i rodzaje kapitału w przedsiębiorstwie oraz przybliżono teorię kosztów bankructwa oraz teorię kosztów agencji. Natomiast w rozdziale trzecim Autorka zidentyfikowała i oceniła znaczenie czynników determinujących oprocentowanie emisji obligacji, wykorzystując analizę regresji.

Całość ilustrowana jest wykresami oraz tabelami, które wzbogacają rozważania teoretyczne. Są one prawidłowo umiejscowione w tekście.

Rozważania w rozprawie oparto na relatywnie szerokich studiach literaturowych, w tym szeregu pozycji w języku angielskim. W rezultacie praca ta stanowi usystematyzowany przegląd literatury przedmiotu z zakresu obligacji.

Istotną zaletą rozprawy są przejrzystość i logika wyводу. Przeprowadzona w pracy analiza jest szeroka i wielopłaszczyznowa.

Zaletą formalną pracy jest skoncentrowany wysiłek badawczy, podporządkowany zweryfikowaniu postawionych hipotez badawczych oraz zrealizowaniu celu głównego.

W zakresie formalnym zgłaszam następujące uwagi.

### **Uwagi ogólne**

W obecnym brzmieniu tytuł pracy nie jest sformułowany precyzyjnie – rynek zorganizowany obejmuje zarówno rynek pierwotny, jak i wtórny.

Tymczasem w części praktycznej Autorka koncentruje się na rynku pierwotnym, na etapie emisji obligacji. Tak więc przedmiot badań został zawężony w stosunku do tytułu pracy. Należy w tym miejscu zauważyć, że cena obligacji na rynku wtórnym brana jest pod uwagę przez inwestorów przy kolejnych emisjach obligacji danego podmiotu wprowadzanych na rynek pierwotny.

W mojej opinii rozdział drugi, zawierający m.in. teorie kształtowania struktury kapitału, powinien stanowić rozdział pierwszy.

W rozprawach doktorskich przyjmuje się, że zawierają one przynajmniej cztery rozdziały. Tymczasem recenzowana praca składa się jedynie z trzech rozdziałów. Brak jest rozdziału teoretycznego, w którym autor prezentuje swoją szeroką znajomość literatury przedmiotu.

### **Uwagi szczegółowe**

Ponieważ rozprawa jest w wysokim stopniu dopracowana pod względem stylistycznym i językowym, dlatego też z uwag szczegółowych zgłaszam jedynie drobne korekty dotyczące slangu, którym posługuje się Autorka. Dla przykładu można wskazać następujące niezręczności, które nie powinny mieć miejsca w rozprawie naukowej typu: „przyglądanie się bliżej emisjom”. W pracach naukowych analizujemy dane zagadnienie według przyjętej procedury badawczej, a nie przyglądamy się ...

Otoczenie rynkowe nie jest tożsame z otoczeniem prawnym i standardami sprawozdawczości – zabrakło słów „a w szczególności”. (s.38)

Autorka dwa pierwsze rozdziały kończy zakończeniem. W trzecim rozdziale zabrakło tego punktu. Zabrakło tu konsekwencji.

W pracy występują tzw. tytuły wiszące, które nie zostały ujęte w ramach hierarchii tekstu, np. jako punkty – nie zastosowano prawidłowej hierarchizacji tekstu.

### **OCENA STRONY MERYTORYCZNEJ**

W recenzowanej rozprawie doktorskiej analizie naukowej poddano w szczególności jeden z obszarów dotyczących rynku kapitałowego, a mianowicie rynek obligacji. Praca ta posiada istotny walor poznawczy i uwzględnia aktualne regulacje prawne. Autorka wykazała się bardzo dobrą znajomością zagadnień poruszonych w pracy, o czym świadczy wiele jej fragmentów.

Niewątpliwą zaletą pracy są dokonane zestawienia i porządkowania. Dla przykładu można tu wskazać zestawienie opracowane przez Autorkę w zakresie teorii dotyczących kształtowania struktury kapitału i wpływu tej struktury na wartość firmy, czy też zestawienie wyników badań obcych przeprowadzonych na temat kosztów bankructwa. Wartościowe są również zaprezentowane wnioski

płynące z analiz wykorzystania kowenantów, które zostały przeprowadzone przez inni naukowców zajmujących się badaniem rynku obligacji.

Do zalet rozprawy należy również zaliczyć prawidłowe uchwycenie kluczowych aspektów analizowanego obszaru oraz umiejętne wyważenie proporcji omawianych kwestii – odpowiednie do wagi prezentowanych zagadnień.

Wyeksponować należy badanie własne, które zostało zaprojektowane i przeprowadzone przez autorkę. Pozwoliło ono na wyciągnięcie interesujących wniosków oraz zrealizowanie postawionego celu badawczego. Jest to wartościowy materiał, opatrzone adekwatnym komentarzem Autorki.

Recenzowana praca wzbogaca wiedzę w zakresie czynników mających wpływ na oprocentowanie obligacji wprowadzanych do obiegu. W rezultacie dysertacja ta może być przydatna w dalszych pracach badawczych poświęconych obligacjom. Tym bardziej, że obligacje korporacyjne są tematem wciąż szeroko analizowanym w międzynarodowej literaturze przedmiotu.

Podsumowując zalety recenzowanej rozprawy można stwierdzić, iż praca ta jest interesującym i oryginalnym studium dotyczącym diagnozy obecnego stanu rynku obligacji w Polsce.

Zadaniem recenzenta jest jednak nie tylko wskazywanie na zalety, ale również zgłaszanie uwag i sugestii, mających na celu podniesienie jakości opracowania. Dlatego też, mając na uwadze zalety niniejszej rozprawy, w zakresie merytorycznym zgłaszam następujące uwagi, z czego część ma charakter dyskusyjny.

## **Uwagi ogólne**

Pewną ułomnością pracy jest brak szerszego, międzynarodowego tła – Autorka zawężyła rozważania jedynie do uwarunkowań występujących w Polsce – zarówno w zakresie stosowanych klauzul, jak również i rozwoju tego segmentu rynku kapitałowego.

W mojej opinii wskazane zmienne „zdolność kredytowa oraz zabezpieczenie emisji” powinny być przez Autorkę analizowane oddzielnie, nie zaś łącznie (s.137).

W mojej ocenie w pracy zabrakło opisu ewolucji instrumentu finansowego jakim jest obligacja. Tymczasem historia obligacji, a potem klauzul zabezpieczających ściśle powiązana jest z kryzysami gospodarczymi. Interesujące byłoby gdyby Autorka spróbowała przedstawić swoje zdanie na ten temat. Ponadto interesujące będzie zdanie autorki w kwestii, jak klauzule zawarte w obligacjach mogą zmienić się pod wpływem ostatnich wydarzeń na rynku finansowym. Oczekuję, że do kwestii tych Doktorantka ustosunkuje się w toku publicznej obrony.

## **Uwagi szczegółowe**

Wyraźnie widoczny jest brak schematów porządkujących prowadzone rozważania.

Autorka powinna uzasadnić, dlaczego wśród czynników warunkujących rozwój rynku długu, za kluczowy uważa system legislacyjny (s.38).

Dla rzetelności naukowej Autorka powinna podać, kto był objęty badaniem (s.41), którego wyniki przytoczyła.

## **KONKLUZJA**

Reasumując, zgłoszone uwagi nie powinny przesłaniać wartości naukowej rozprawy, która jest twórczym, autorskim, wartościowym opracowaniem, potwierdzającym umiejętność prowadzenia pracy naukowej przez Doktorantkę. Wykazała się Ona ogólną wiedzą teoretyczną w zakresie nauki ekonomii, a także sformułowała ważny problem naukowy, który następnie rozwiązała w sposób oryginalny. Zarówno wybór tematu, konstrukcja pracy, jak i przeprowadzenie szerokich badań własnych, a także umiejętne wyważenie proporcji w poruszanych kwestiach oraz poprawne argumentowanie, poprawne wnioskowanie i kompleksowość analizy, czynią zadość wymogom Ustawy o tytule i stopniach naukowych oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki.

**Dlatego też stwierdzam, mając na uwadze kryteria formalne i merytoryczne, że rozprawa doktorska mgr Natalii Śmieja odpowiada wymogom stawianym rozprawom doktorskim i wnioskuję o jej dopuszczenie do publicznej obrony.**

