

Prof. dr hab. Jerzy Węclawski
Wydział Ekonomiczny
Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

Recenzja
pracy doktorskiej mgr Natalii Śmiei
pt. *Determinanty oprocentowania obligacji notowanych*
na rynku zorganizowanym w Polsce
(promotor główny: prof. zw. dr. hab. Jacek Karwowski;
promotor pomocniczy: dr Marek Pauka)

Ostatni kryzys finansowy uruchomił proces zmian regulacji odnoszących się do instytucji i instrumentów rynku finansowego. Zaostrzenie norm ostrożnościowych obowiązujących banki spowodowało ograniczenie dostępności tego źródła finansowania przedsiębiorstw i przesunęło ich popyt w kierunku rynku kapitałowego. W Polsce znalazło to wyraz we wzroście znaczenia emisji obligacji korporacyjnych, czemu sprzyjało uruchomienie segmentu zorganizowanego rynku obrotu tymi papierami. Kilka lat funkcjonowania obligacji przedsiębiorstw w nowych warunkach i dobre perspektywy wzrostu znaczenia tego źródła finansowania stanowią właściwą podstawę do poddania tej problematyki badaniom naukowym. Wybór przedmiotu badań dla recenzowanej dysertacji uznaję tym samym za aktualny z poznawczego punktu widzenia i ważny w aspekcie rosnącej roli pozabankowych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw.

Temat pracy został ujęty dość wąsko, gdyż odnosi się do determinant oprocentowania obligacji notowanych na rynku zorganizowanym w Polsce. Odczytuję to na korzyść zamierzenia badawczego, gdyż pozwala na skoncentrowanie się na jednej z podstawowych właściwości papieru wartościowego, jakim jest jego oprocentowanie. Zbadanie czynników wpływających na oprocentowanie zostało jednocześnie osadzone w szerszym kontekście obejmującym charakterystykę obligacji korporacyjnych, rynku, na którym dokonuje się obrotu nimi oraz wykorzystania tego instrumentu do finansowania działalności przedsiębiorstw. Tym samym oceniam strukturę pracy obejmującą te grupy zagadnień za kompletną z punktu widzenia przyjętego celu badawczego, a w zasadzie ich wiązki obejmującej cel główny i trzy cele pomocnicze. Cel główny znajduje bezpośrednie odzwierciedlenie w temacie pracy, gdyż zmierza do określenia jakie parametry i w jaki sposób wpływają na oprocentowanie obligacji na polskim rynku dłużnych papierów wartościowych. Cele pomocnicze pozwalają na osadze-

nie głównego wątku analizy w nurcie teorii dotyczących struktury kapitału oraz finansowania przedsiębiorstw kapitałem obcym, odnoszą się do regulacji normatywnych dotyczących obligacji oraz przewidują charakterystykę ich emitentów na polskim rynku.

W pracy przyjęto trzy hipotezy związane bezpośrednio z jej celem głównym. Hipotezy te w mojej ocenie odpowiednio identyfikują podstawowe determinanty oprocentowania obligacji. Do weryfikacji hipotez posłużono się metodą analizy regresji wielorakiej. Podbudową i uzupełnieniem dla analizy empirycznej są studia literatury przedmiotu, analizy regulacji normatywnych oraz materiałów związanych z emisjami obligacji. Takie założenia i elementy metodyki badań przeprowadzonych w pracy uznaję za zasadne.

W rozdziale pierwszym przedstawiono kilka grup zagadnień związanych z obligacjami, jako instrumentem finansowania przedsiębiorstw i segmentem rynku przeznaczonym do obrotu nimi. Do charakterystyki obligacji posłużyły rozważania dotyczące ich cech, w tym w zestawieniu z kredytem bankowym, opisy funkcji obligacji oraz klasyfikacje oparte na literaturze przedmiotu. Charakterystykę obligacji należy uznać za przeprowadzoną prawidłowo, chociaż na dość podstawowym poziomie wiedzy z tego zakresu. Jej wartość podnosi wsparcie opisu odpowiednio dobranymi danymi empirycznymi odnoszącymi się do rynku polskiego.

W drugiej części tego rozdziału Doktorantka poddała analizie rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Rozważania te obejmują prezentację etapów rozwoju rynku, opis procesu emisji obligacji oraz analizę zorganizowanego rynku obrotu obligacjami Catalyst. Zostały one w każdym z wymienionych elementów przeprowadzone w sposób merytorycznie prawidłowy, w oparciu o regulacje normatywne, dane statystyczne i inne źródła, z jednocześnie dużym wkładem własnej wiedzy Doktorantki. Za szczególnie wartościową uważam autorską klasyfikację czynników rozwoju rynku obligacji w Polsce. Pewne wątpliwości budzi jedynie propozycja organizacji ratingów długu przez podmiot trzeci w oparciu o procedurę przetargową (s. 41). Uwagę tę traktuję jako dyskusyjną.

Rozdział drugi dysertacji został poświęcony przedstawieniu emisji obligacji jako formy finansowania dłużnego. W pierwszym podrozdziale dokonano krytycznego przeglądu definicji i teorii związanych z finansowaniem przedsiębiorstw. Zasadniczo prawidłowy tok wywodu zakłada brak symetrii charakterystyki kapitału własnego dokonanej w oparciu o wyłącznie rozważania teoretyczne i obcego odwołującej się w decydującej mierze do danych empirycznych z rynku polskiego. Natomiast pozytywnie oceniam przeprowadzoną przez Doktorantkę analizę czynników determinujących strukturę kapitału. Oparta jest ona na przeglądzie obszernej literatury przedmiotu i stanowi dobry punkt wyjścia do prezentacji w kolejnym podrozdziale teorii kształtowania struktury kapitału, w szczególności wskazując ich od-

niesienia do emisji obligacji. Doktorantka zasadnie z punktu widzenia celu dysertacji skupiła się na dwóch teoriach z tego zakresu: teorii kosztów bankructwa oraz teorii agencji, co zostało w pracy w odpowiedni sposób uzasadnione. Doktorantka przedstawiła założenia obydwu teorii oraz wyniki badań teoretycznych i empirycznych innych autorów dotyczące zagrożenia ryzykiem bankructwa oraz ograniczenia kosztów agencji. Uznaję to za kolejny prawidłowo dobrany element metodyki badań przeprowadzonych w ramach dysertacji służący identyfikacji i ocenie siły oddziaływania czynników wpływających na poziom oprocentowania obligacji. Rozważania przeprowadzone w tym zakresie i wyprowadzone z nich wnioski są zasadne dla uporządkowania i poszerzenia wiedzy na temat finansowania przedsiębiorstw poprzez emisję obligacji.

Rozdział trzeci poświęcony jest identyfikacji i ocenie czynników determinujących oprocentowanie obligacji. Analiza została przeprowadzona z punktu widzenia emitenta obligacji. Niejasne jest użyte przed doktorantką określenie doboru parametrów emisji. Stwierdza ona, że „powinny zostać dobrane w sposób ... jednocześnie maksymalizując prawdopodobieństwo uplasowania emisji oraz minimalizując koszty procesu emisji i wysokość oprocentowania obligacji” (s. 126). Jak ma być maksymalizowana pewności uplasowania emisji, przy jednoczesnym minimalizowaniu kosztów emisji i oprocentowania? Rozdział ten zawiera wyniki własnych badań empirycznych przeprowadzonych przez Doktorantkę. Badaniami objęte zostało 230 serii emisji obligacji dokonanych przez 101 przedsiębiorstw. Były to papiery notowane na rynku Catalyst w okresie 3,5 roku. Próba ta była odpowiednio zróżnicowana z punktu widzenia kilku kryteriów, z wyraźną jednak dominacją dwóch branż: budowlanej, a w zasadzie firm deweloperskich oraz finansowej (dominacja firm zajmujących się obrotem wierzytelnościami). Analizy zostały przeprowadzone na trzech próbach: jednej obejmującej wszystkie serie obligacji oraz dwóch dalszych obejmujących papiery wyemitowane przez przedsiębiorstwa wskazanych powyżej branż. Badania zostały przeprowadzone przy zastosowaniu metody regresji wielorakiej, której wybór był zasadny z punktu widzenia celu pracy. Doktorantka przeprowadziła niezbędne zabiegi interpretacyjne dotyczące zmiennej objaśnianej oraz zmiennych objaśniających i wykazała w mojej ocenie zasadność przyjętych założeń badawczych, uwzględniając uwarunkowania rynku polskiego.

Wartość wyników badań zaprezentowanych w pracy, co Doktorantka obiektywnie zastrzega, należy rozpatrywać przy uwzględnieniu takich elementów, jak wąska próba badawcza, krótki horyzont obserwacji, brak uwzględnienia wszystkich czynników wpływających na zmienną objaśnianą. Pomimo tych słabości, wynikających w dużej mierze z wczesnego etapu rozwoju rynku obligacji przedsiębiorstw w Polsce, Doktorantka wykazała się niewątpliwie

umiejętnością przeprowadzenia badań naukowych oraz prezentacji i krytycznego podejścia do ich wyników. Wyników, które poszerzają wiedzę na temat krajowego rynku obligacji przedsiębiorstw i mogą mieć określone zastosowanie praktyczne.

Dysertacja została przygotowana starannie pod względem formalnym. Jest napisana przystępnie, z zastosowaniem poprawnego języka naukowego. Zauważyłem w niej jedynie niewielkie uchybienia wynikające, jak miemam, z niedostatecznej precyzji wypowiedzi, jak określenia:

- „... dobrze rozwiniętego systemu kontynentalnego, w tym dominującej roli instytucji bankowych ...” (s. 76);

- „Równoważnik ratingu USA” (tabela 22, s. 142).

Podsumowując, pragnę stwierdzić, że praca doktorska mgr Natalii Śmiei pt. *Determinanty oprocentowania obligacji notowanych na rynku zorganizowanym w Polsce* spełnia wymagania stawiane rozprawom doktorskim w art. 13, ust. 1 Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki. Doktorantka wykazała się dobrą wiedzą teoretyczną w zakresie ekonomii i finansów, umiejętnością samodzielnego prowadzenia pracy naukowej, krytycznej oceny analizowanych zjawisk a przedłożona rozprawa stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego odnoszącego się do określenia determinant oprocentowania obligacji korporacyjnych. Wyniki badań porządkują i poszerzają wiedzę na temat finansowania przedsiębiorstw długiem i mogą mieć zastosowanie praktyczne. Na tej podstawie występuję do Rady Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu o jej przyjęcie jako pracy z dziedziny nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse i dopuszczenie do publicznej obrony.

Lublin, 28 stycznia 2015 r.

