

Załącznik nr 2

Autoreferat
przedstawiający opis dorobku i osiągnięć naukowych

dr Julia Koralun-Bereźnicka
Katedra Finansów Przedsiębiorstw
Wydział Zarządzania
Uniwersytet Gdański

Gdańsk, 2 stycznia 2017

Spis treści

1. Imię i nazwisko	3
2. Posiadane dyplomy, stopnie naukowe – z podaniem nazwy, miejsca i roku ich uzyskania oraz tytułu rozprawy doktorskiej	3
3. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu w jednostkach naukowych	4
4. Wskazanie osiągnięcia naukowego wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. nr 65, poz. 595 ze zm.)	5
4.1. Tytuł osiągnięcia naukowego	5
4.2. Cele naukowe i hipotezy badawcze	5
4.3. Metodyka badawcza	7
4.4. Struktura pracy	11
4.5. Osiągnięte wyniki	12
4.6. Wkład w rozwój dyscypliny nauki o finansach	20
4.7. Możliwości wykorzystania wyników badania	21
5. Omówienie pozostałych osiągnięć naukowo-badawczych	22
5.1. Podsumowanie dorobku naukowego	22
5.2. Charakterystyka bibliometryczna dorobku naukowego	25
5.3. Opis nurtów w działalności naukowej	25
5.4. Udział w projektach badawczych	35
5.5. Nagrody	35
6. Opis działalności organizacyjnej, dydaktycznej i popularyzatorskiej	36
6.1. Działalność organizacyjna	36
6.2. Działalność dydaktyczno-popularyzatorska	37
7. Bibliografia	38

1. Imię i nazwisko

Julia Koralun-Bereźnicka

2. Posiadane dyplomy, stopnie naukowe – z podaniem nazwy, miejsca i roku ich uzyskania oraz tytułu rozprawy doktorskiej

2003 doktor nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów,
dyplom doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii, obrona rozprawy
doktorskiej dnia 15.12.2003.

Tytuł rozprawy doktorskiej: *Wpływ procesu integracji ekonomicznej na stopień
zróżnicowania gospodarek krajów Unii Europejskiej*

Promotor: dr hab. Jan Komorowski, Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła
Główna Handlowa

Recenzenci:

– prof. dr hab. Krzysztof Marecki, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Szkoła
Główna Handlowa,

– prof. dr hab. Andrzej Stępiak, Ośrodek Badań Integracji Europejskiej, Wydział
Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański

2000 magister ekonomii

Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, dyplom ukończenia studiów
z wynikiem bardzo dobrym na specjalności Finanse i Bankowość, egzamin
dyplomowy 26.01.2000.

Tytuł pracy magisterskiej: *System bankowy we Francji*

Wcześniejsze wykształcenie

1994 egzamin dojrzałości, III Liceum Ogólnokształcące w Gdyni, klasa o profilu
matematyczno-fizycznym z wykładowym językiem angielskim

Kwalifikacje językowe

język angielski **biegły** – C2 według poziomów Rady Europy (CEFRL – Common
European Framework of Reference for Languages)



- 1995: Certificate of Proficiency in English
- 1996: Certificate in Teaching of English as a Foreign Language to Adults

język francuski **zaawansowany – C1 według CEFRL**

- 1998: Certificat Pratique de Français Commercial et Economique de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris

język hiszpański **średnio zaawansowany – B1 według CEFRL**

- 2003: Diploma de Espanol como Lengua Extranjera Intermedio

3. Informacje o dotychczasowym zatrudnieniu w jednostkach naukowych

- | | |
|-------------------|--|
| od 10.2009 | adiunkt w Katedrze Finansów Przedsiębiorstw Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, ul. Armii Krajowej 101, Sopot |
| 01.2004 – 09.2009 | adiunkt w Katedrze Ekonomii i Zarządzania Wydziału Przedsiębiorczości i Towaroznawstwa Akademii Morskiej w Gdyni, ul. Morska 81-87, Gdynia |
| 09.2000 – 12.2003 | asystent w Katedrze Zarządzania Wydziału Administracyjnego Akademii Morskiej w Gdyni, ul. Morska 81-87, Gdynia |
| 10.2005 – 06.2006 | Wykładowca w Wyższej Szkole Zarządzania w Gdańsku, ul. Pelplińska 7, Gdańsk |

Zatrudnienie w innych podmiotach

- | | |
|-------------------|---|
| 09.1998 – 06.2009 | lektor języka angielskiego w szkole językowej ELS-Bell School of English sp. z o.o., ul. Grunwaldzka 103, Gdańsk |
| 04.1999 | praktyka w Narodowym Banku Polskim, ul. Okopowa 1, Gdańsk |
| 06. – 09.1997 | staż w dziale finansowym i księgowym przedsiębiorstwa robót publicznych Gerland Ile-de-France, Carrefour de Christ, Paryż |

Stypendia zagraniczne

- | | |
|-------------------|---|
| 09.1996 – 06.1997 | stypendium w Institut Universitaire de Technologie w Bourges, Francja |
|-------------------|---|

4. Wskazanie osiągnięcia naukowego wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. nr 65, poz. 595 ze zm.)

4.1. Tytuł osiągnięcia naukowego

Jako osiągnięcie naukowe, zgodnie z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki, które stanowi znaczny wkład w rozwój nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse, wskazuję monografię – dzieło opublikowane w całości:

Julia Koralun-Bereźnicka, *Wpływ kraju i sektora oraz wielkości przedsiębiorstwa na strukturę kapitału przedsiębiorstw w krajach Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2016, s. 1–239.

Autorem recenzji wydawniczej monografii jest dr hab. Katarzyna Kuziak, prof. nadzw. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. W dalszej części autoreferatu powyższa monografia oznaczana jest jako: (Koralun-Bereźnicka 2016: 1–239).

4.2. Cele naukowe i hipotezy badawcze

Głównym problemem badawczym podjętym w monografii jest ocena wpływu czynników sektorowych, krajowych i związanych z wielkością podmiotu na strukturę kapitału przedsiębiorstw w wybranych krajach Unii Europejskiej, a w konsekwencji uszeregowanie tych czynników według ważności. Hierarchizacja czynników: kraju, sektora i wielkości przedsiębiorstwa według siły wpływu na strukturę kapitału przedsiębiorstw w wybranych krajach Unii Europejskiej stanowi **główny cel** podjętego badania.

Cele szczegółowe natomiast, wspomagające realizację celu głównego, to:

1. Ustalenie stopnia zróżnicowania poszczególnych parametrów struktury finansowej przedsiębiorstw w przekroju międzynarodowym, międzysektorowym i między grupami przedsiębiorstw różnej wielkości.
2. Identyfikacja zmiennych o najlepszych właściwościach dyskryminujących w poszczególnych przekrojach.

3. Klasyfikacja obiektów (sektorów w krajach, grup przedsiębiorstw danej wielkości w krajach, grup przedsiębiorstw danej wielkości w sektorach) na kategorie charakteryzujące się większym podobieństwem wewnątrzgrupowym struktury kapitału.
4. Ustalenie, czy relatywna ważność wielkości przedsiębiorstwa i jego sektora jest jednakowa we wszystkich krajach.
5. Ustalenie, czy relatywna ważność wielkości przedsiębiorstwa i kraju jego funkcjonowania jest jednakowa we wszystkich sektorach.
6. Ustalenie, czy relatywna ważność sektora i kraju jest jednakowa we wszystkich grupach przedsiębiorstw danej wielkości.
7. Ocena podobieństwa wyników grupowania:
 - sektorów w krajach między grupami przedsiębiorstw różnej wielkości,
 - grup przedsiębiorstw danej wielkości w sektorach między krajami,
 - grup przedsiębiorstw danej wielkości w krajach między sektorami gospodarczymi.
8. Ocena stabilności uzyskanych wyników klasyfikacji.

Tak określone cele badawcze stanowiły punkt wyjścia do sformułowania dwóch głównych **hipotez badawczych**. Zgodnie z pierwszą (H1) specyfika kraju, sektora i rozmiaru przedsiębiorstwa stanowią czynniki istotnie różnicujące strukturę kapitału w krajach Unii Europejskiej. W myśl drugiej hipotezy (H2) relatywna ważność rozważanych czynników, poczynając od najważniejszego, jest następująca: sektor, kraj, rozmiar.

Powyższe hipotezy główne można również przedstawić w sposób zdekomponowany. Wówczas przybiorą one postać szczegółowych hipotez badawczych, które w rozwinięciu hipotezy głównej (H1) można sformułować następująco:

- (H1a): Specyfika kraju stanowi czynnik istotnie różnicujący strukturę kapitału.
- (H1b): Specyfika sektora stanowi czynnik istotnie różnicujący strukturę kapitału.
- (H1c): Specyfika przedsiębiorstwa związana z jego wielkością stanowi czynnik istotnie różnicujący strukturę kapitału.

Z kolei dekompozycja drugiej hipotezy głównej polega na sformułowaniu hipotez w których parami zestawiane czynniki podlegają analizie porównawczej pod kątem siły ich wpływu na strukturę kapitału. Pary, o których mowa stanowią następujące zestawienia:

- czynniki krajowe i sektorowe,
- czynniki sektorowe i związane z rozmiarem przedsiębiorstwa,
- czynniki związane z rozmiarem i czynniki krajowe.

Zatem, w odniesieniu do drugiej hipotezy głównej, weryfikacji poddane zostały następujące hipotezy szczegółowe:

- (H2a): Czynniki sektora ma większy wpływ na strukturę kapitału niż czynnik kraju.
- (H2b): Czynniki sektora ma większy wpływ na strukturę kapitału niż rozmiar przedsiębiorstwa;
- (H2c): Czynniki kraju ma większy wpływ na strukturę kapitału niż rozmiar przedsiębiorstwa.

4.3. Metodyka badawcza

Na gruncie teoretycznym realizacja przedstawionej koncepcji badań wiązała się z przeprowadzeniem studiów literatury, w ramach których krytycznej analizie poddano wyniki dotychczasowych prac badawczych prowadzonych nad zagadnieniami struktury kapitału zarówno w Polsce, jak i zagranicą. Z uwagi na stosunkowo skromny dorobek krajowy w tym zakresie, przegląd literatury obejmuje głównie pozycje obcojęzyczne, w tym w znacznej większości anglojęzyczne.

Wybór metod badawczych w znacznym stopniu uwarunkowany jest charakterem danych, które stanowią stosunkowo liczny zbiór obiektów (sektorów, grup przedsiębiorstw danego rozmiaru, krajów i lat) charakteryzowanych przez szereg zmiennych diagnostycznych. Z tego względu metody analizy wielowymiarowej mogą stanowić narzędzie służące uproszczeniu struktury danych i identyfikacji najważniejszych prawidłowości. Nie oznacza to jednak, że zastosowanie metod taksonomicznych stanowi jedyne możliwe tylko w tym przypadku podejście. Z przeglądu dotychczasowych badań wynika jednak, że wielowymiarowa analiza statystyczna często zapewnia skuteczne rozwiązanie podobnych problemów badawczych (Norton 1991: 431–446; Helg i in. 1995: 1017–1041; Leal, Powers 1997: 445–460; Cinca i in. 2005: 26–45; Sell 2005: 78–95; Boillat i in. 2002: 467–486).

Pierwszy etap badania, mający na celu wstępne rozpoznanie zróżnicowania struktury finansowej oraz wykrycie podstawowych prawidłowości w ramach badanej zbiorowości, stanowiła analiza podstawowych statystyk zmiennych charakteryzujących strukturę kapitału w przekroju międzysektorowym, międzynarodowym oraz między grupami przedsiębiorstw różnej wielkości. W wypadku stwierdzenia różnic w średnich wskaźnikach między sektorami, krajami i (lub) grupami przedsiębiorstw różnej wielkości, należy ustalić, czy występujące

różnice są statystycznie istotne. W tym celu zastosowałam analizę wariancji, jako metodę służącą badaniu obserwacji uzależnionych od jednego lub wielu czynników działających równocześnie. Procedurę tą w pierwszej kolejności przeprowadziłam w ujęciu jednoczynnikowym w czterech przekrojach, w których za predykatory jakościowe przyjąłm kolejno: kraj, sektor, rozmiar i czas. W wypadkach, w których analiza wariancji wskazywała na odrzucenie hipotezy zerowej o równości średnich, przeprowadziłam również bardziej szczegółowe badania różnic między średnimi z poszczególnych grup z wykorzystaniem testów po fakcie (łac. *post-hoc*), zwanych też testami wielokrotnych porównań. Zastosowanie znalazł tu test Tukey'a, umożliwiający grupowanie średnich.

Uznałam również, że w podjętym badaniu interesujący może być także łączny wpływ kraju i sektora, kraju i rozmiaru oraz sektora i rozmiaru na strukturę kapitału przedsiębiorstw. Aby uzyskać informacje o łącznym oddziaływaniu parami wymienionych czynników zastosowałam wieloczynnikową analizę wariancji, umożliwiającą badanie takich złożonych zależności.

Niejednorodność elementów badanej zbiorowości, jak również pewne podobieństwa wykryte między nimi zrodziły potrzebę uporządkowania obiektów. Z uwagi na stosunkowo szeroki zakres danych złożony z wielu obiektów, naturalną procedurę badawczą stanowiło zorganizowanie elementów analizowanej zbiorowości według określonych kryteriów, czyli ich klasyfikacja. Zatem pogrupowanie obiektów na kategorie charakteryzujące się większym podobieństwem wewnątrzgrupowym struktury kapitału stanowiło jeden z częściowych celów analizy. Zastosowanie znalazła tu przede wszystkim analiza skupień przeprowadzona zarówno metodą aglomeracyjną, jak i dwiema metodami optymalizacyjno-iteracyjnymi, czyli metodą *k*-średnich (ang. *k*-means) oraz metodą PAM (ang. *Partitioning Around Medoids*), zwaną również metodą *k*-medoidów.

Przedmiot grupowania w procedurze klasyfikacji stanowiły następujące zbiory obiektów:

- sektory gospodarcze w krajach – we wszystkich grupach różnej wielkości łącznie i w poszczególnych osobno,
- grupy przedsiębiorstw różnej wielkości w krajach – we wszystkich sektorach gospodarczych łącznie i w poszczególnych osobno,
- grupy przedsiębiorstw różnej wielkości w sektorach – we wszystkich krajach łącznie i w poszczególnych osobno.

Za wykorzystaniem analizy skupień do utworzenia grup obiektów podobnych pod względem struktury kapitału stoi szereg argumentów. Po pierwsze, analiza skupień służy do identyfikowania grup w ramach analizowanej zbiorowości w sposób maksymalizujący



jednorodność wewnątrzgrupową i zróżnicowanie międzygrupowe. Po drugie, metoda ta umożliwia elastyczne przeprowadzanie jednoczesnej analizy wielu obiektów opisywanych wieloma zmiennymi. W analizie skupień, ponadto, nie obowiązują sztywne założenia dotyczące liczby skupień bądź ich struktury, a założenia o normalności rozkładu i homoskedastyczności mają niewielkie znaczenie. Metoda ta radzi sobie również z ograniczoną dostępnością danych, gdyż dane o częstotliwości rocznej są wystarczające (Johnson, Wichern 1998: 726). Druga metoda grupowania, która znalazła zastosowanie w części badawczej to metoda k -średnich, której celem jest utworzenie k różnych możliwie odmiennych skupień, formowanych poprzez takie przemieszczanie obiektów między skupieniami, które prowadzi do minimalizacji wariancji wewnątrzgrupowej i maksymalizacji wariancji międzygrupowej (Wishart 2001). Zaletą algorytmu k -średnich w porównaniu z metodą aglomeracyjną jest łatwość aplikacji przy znacznej liczebności zbioru obiektów. Ponadto w metodzie tej konieczne jest ustalenie *a priori* docelowej liczby skupień, co również może stanowić ułatwienie w wypadku, gdy liczbę tą można ustalić w oparciu o określone kryteria. Pewnym mankamentem metody k -średnich jest wrażliwość algorytmu na obiekty odstające, które w istotny sposób wpływają na średnie skupień powodując ich zniekształcenie. W związku z tym do analizy skupień zastosowano również metodę PAM (ang. *Partitioning Around Medoids*), zwaną również metodą k -medoidów. Algorytm ten charakteryzuje się wyższą odpornością na dane zawierające punkty osobliwe ze względu na to, że zamiast średnich klastrów jako środki tych klastrów przyjmuje się tu medoidy, czyli najbardziej centralnie ulokowane punkty skupień. Ponadto, w metodzie PAM minimalizuje się sumę niepodobieństw parami, zamiast – jak w wypadku metody k -średnich – sumę kwadratów odległości euklidesowych (Dudek 2013, 71–77).

Równolegle zastosowanie kilku różnych metod grupowania umotywowane jest dążeniem do zobiektywizowania wyników poprzez eliminację ewentualnych tendencyjności charakteryzujących każdą z metod. W aglomeracyjnej analizie skupień problemem dyskusyjnym jest na ogół liczba wyodrębnionych skupień, którą można zobiektywizować poprzez wprowadzanie zewnętrznych kryteriów, ale która w praktyce często ustalana jest w sposób arbitralny. Z kolei przy grupowaniu metodami k -średnich i k -medoidów zadana na wstępie docelowa liczba skupień nie musi prowadzić do uzyskania najbardziej naturalnego podziału zbiorowości.

Klasyfikacja obiektów może być przeprowadzona na podstawie różnorodnych cech. W podjętej analizie kryterium to stanowi szeroko pojęta struktura kapitału przedsiębiorstw

charakteryzowana za pomocą wyselekcjonowanych wskaźników finansowych. Dobór zmiennych diagnostycznych został przeprowadzony z uwzględnieniem następujących kryteriów: zmienność cech, niezależność zmiennych i normalność rozkładu.

Do określenia wkładu poszczególnych zmiennych do otrzymanej klasyfikacji, czyli określenia swego rodzaju wagi każdej zmiennej, zastosowałam metodę HINoV (ang. *Heuristic Identification of Noisy Variables*), która stanowi również jedną ze sformalizowanych metod mających na celu optymalizację docelowego zbioru cech. Algorytm metody opisują m. in. Carmone, Kara i Maxwell (1999: 501–509). Dobór zmiennych z pierwotnego zbioru następuje poprzez eliminację tych, które zakłócają istniejącą strukturę klas w badanej zbiorowości obiektów.

Ważnym zagadnieniem pojawiającym się w procedurze klasyfikacji jest wybór optymalnej liczby skupień. W sytuacji idealnej skupienia będące wynikiem grupowania powinny posiadać nie tylko dobre własności statystyczne, takie jak m.in. rozłączność, zwartość czy stabilność (Brock, Pihur, Datta, Datta 2008: 1–22), ale również dawać możliwość interpretacji z punktu widzenia ekonomii. W literaturze można znaleźć szereg różnorodnych miar mających na celu walidację wyników analizy skupień i określenie który algorytm grupowania daje najlepsze wyniki dla danego zbioru danych (Kerr, Churchill 2001: 8961–8965; Yeung i in. 2001: 309–318; Datta, Datta 2003: 459–466). W omawianym opracowaniu zastosowano następujące mierniki oceny jakości klasyfikacji: indeks sylwetkowy, indeks Bakera i Huberta, indeks Huberta i Levine’a, indeks Celińskiego i Harabasza, indeks łączności (ang. *connectivity*) oraz indeks Dunna.

Analizą objęto przedsiębiorstwa z trzech grup pod względem wielkości (małe, średnie i duże) w trzynastu sektorach gospodarczych, zgodnych z Europejską Klasyfikacją Działalności Gospodarczej NACE oraz w dziewięciu krajach Unii Europejskiej, w tym Polsce. Podmiot badania stanowią zatem obiekty czterowymiarowe, charakteryzowane przez cechy: kraj, sektor, wielkość i rok. Przedmiot badania stanowi struktura kapitału przedsiębiorstw, opisana za pomocą odpowiednio dobranych wskaźników finansowych obliczonych dla każdej grupy przedsiębiorstw różnych rozmiarów w każdym sektorze, każdym kraju i roku na podstawie zagregowanych rocznych sprawozdań finansowych z jedenastoletniego okresu obejmującego lata 2000–2010. Wyselekcjonowane zmienne diagnostyczne charakteryzujące strukturę kapitału umożliwiają wszechstronną ocenę finansowania badanych obiektów. Odzwierciedlają one strukturę kapitału rozumianą jako udział kapitału obcego w ogóle kapitału, jak również

inne aspekty finansowania, uwzględniające zarówno zadłużenie długoterminowe, jak i krótkoterminowe.

4.4. Struktura pracy

Konstrukcja omawianej monografii wynika z przyjętych celów badawczych i hipotez poddanych weryfikacji. Poza wstępem, wprowadzającym w zagadnienia poruszane w publikacji, rozprawa zawiera pięć rozdziałów oraz zakończenie, w którym przedstawiono podsumowanie i wnioski z przeprowadzonych badań. Zakres poszczególnych rozdziałów przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Struktura monografii pt. *Wpływ kraju i sektora oraz wielkości przedsiębiorstwa na strukturę kapitału przedsiębiorstw w krajach Unii Europejskiej*

Rozdział	Zarys treści i związek z celami
Wstęp	Omówienie motywów podjęcia badania, celów, zakresu, metodyki badawczej, struktury monografii
Rozdział 1 Pomiar i czynniki struktury kapitału przedsiębiorstw w świetle teorii	Interpretacja pojęcia struktury kapitału na tle różnorodności definicji, problematyka pomiaru struktury kapitału, klasyfikacja mierników struktury kapitału, przegląd teorii struktury kapitału, uporządkowanie czynników kształtujących strukturę kapitału według teorii
Rozdział 2 Wybrane czynniki struktury kapitału w dotychczasowych badaniach empirycznych	Przegląd literatury pod kątem roli specyfiki kraju, sektora i wielkości przedsiębiorstwa jako determinant struktury kapitału, relatywna ważność czynników kształtujących strukturę kapitału w świetle dotychczasowych badań empirycznych
Rozdział 3 Metodyka analizy znaczenia kraju, sektora i wielkości przedsiębiorstwa w różnicowaniu struktury kapitału	Omówienie celów i zakresu badania wpływu czynników kraju, sektora i wielkości przedsiębiorstwa na strukturę kapitału, charakterystyka bazy danych oraz omówienie metodyki badawczej różnicowania struktury kapitału w aspekcie wybranych czynników
Rozdział 4 Analiza różnicowania struktury kapitału przedsiębiorstw w wybranych krajach Unii Europejskiej	Wstępna analiza różnicowania struktury kapitału w krajach, sektorach i grupach przedsiębiorstw różnych rozmiarów na podstawie statystyk opisowych wskaźników struktury kapitału; analiza istotności czynników w kontekście różnicowania struktury kapitału na podstawie jednoczynnikowej analizy wariancji wskaźników struktury kapitału w ujęciu międzynarodowym, międzysektorowym, między grupami przedsiębiorstw różnej wielkości i w czasie; ocena relatywnej ważności efektu kraju, sektora i rozmiaru przedsiębiorstwa na podstawie wieloczynnikowej analizy wariancji
Rozdział 5 Analiza porównawcza relatywnej ważności efektu kraju, sektora i rozmiaru przedsiębiorstwa w kształtowaniu struktury kapitału	Analiza porównawcza par efektów: kraju i sektora, kraju i rozmiaru oraz sektora i rozmiaru; ocena podobieństwa wyników grupowania między grupami przedsiębiorstw różnych rozmiarów, krajami i sektorami gospodarczymi; hierarchizacja czynników
Zakończenie	Podsumowanie i wnioski

Źródło: opracowanie własne.

4.5. Osiągnięte wyniki

Przeprowadzony przegląd dotychczasowych badań nad strukturą kapitału nasuwa pewne refleksje. Pomimo podejmowania wielu wysiłków na rzecz ustalenia uwarunkowań polityki finansowania przedsiębiorstw, dotychczas nie została opracowana uniwersalna teoria struktury kapitału, która uwzględniałaby wpływ wszelkich możliwych czynników na decyzje dotyczące struktury kapitału. Wybór optymalnej struktury kapitału wiąże się z koniecznością wnikliwej analizy różnorodnych czynników wpływających na kształt powyższej struktury. Proces ten komplikuje fakt, że wpływ poszczególnych czynników na różne przedsiębiorstwa nie jest jednoznaczny.

Stopień złożoności powyższych uwarunkowań sprawia, że problematyka struktury kapitału i kształtujących ją czynników wymaga kontynuacji badań zarówno w sferze rozważań teoretycznych jak i empirycznych, które stworzą podstawy do poszukiwania nowych, jak również aktualizacji istniejących już modeli teoretycznych struktury kapitału. Kompleksowość zagadnień stała się też inspiracją do podjęcia badań nad zróżnicowaniem struktury kapitału w zależności od wybranych czynników.

Przeprowadzone studia literatury uprawniają do konstatacji, że większość dotychczasowych badań empirycznych z omawianego zakresu koncentruje się głównie na stwierdzeniu występowania wpływu danego czynnika na strukturę kapitału i określeniu jego istotności, często w połączeniu z ustaleniem kierunku tego wpływu. Znacznie rzadziej natomiast mamy do czynienia z analizami prowadzącymi do określenia relatywnej ważności tych czynników, czyli porównania siły ich oddziaływania. Ponadto – z racji dostępności danych – znaczna część opracowań podejmujących problematykę hierarchizacji determinant struktury finansowej ogranicza się wyłącznie do zbiorowości publicznych spółek giełdowych. W konsekwencji rozważania obejmują zwykle tylko podmioty duże, zaś pomijają przedsiębiorstwa średnich i małych rozmiarów, stanowiące przeważnie większość podmiotów gospodarczych działających zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się. Poszerzenie i aktualizacja badań nad efektem kraju, sektora i rozmiaru w strukturze kapitału przedsiębiorstw na obszarze Europy stanowi zatem próbę uzupełnienia stanu wiedzy w tym zakresie.

Pomimo bogatej literatury na temat struktury kapitału, pojęcie to nie doczekało się jeszcze jednoznacznego zdefiniowania. Struktura kapitału i związane z nią terminy pokrewne, takie jak: struktura finansowa, dźwignia finansowa, lewarowanie, zasilanie finansowe czy

przekładnia kapitałowa, często są rozumiane jako pojęcia tożsame, ale zdarzają się również odmienne ich interpretacje. Stosowane podejścia różnią się przede wszystkim sposobem traktowania zadłużenia. Dyskusję nad wieloznacznością pojęcia struktury kapitału i wynikającymi z niej trudnościami pomiaru tejże struktury przedstawiono w rozdziale pierwszym monografii (Koralun-Bereźnicka 2016: 13–22).

Przegląd literatury będący podstawą teoretycznej części monografii zaowocował klasyfikacją czynników struktury kapitału uwzględniającą między innymi ich przynależność do poszczególnych nurtów teoretycznych opisujących decyzje dotyczące finansowania przedsiębiorstw. Oprócz wspomnianej systematyzacji czynników, wykazano dotychczas przeprowadzone badania empiryczne, w ramach których poddawano analizie poszczególne czynniki. Wymienione publikacje w stosownych przypadkach podzieliłam na dwie grupy w zależności od wykrytego kierunku wpływu danego czynnika na stopień zadłużenia. Efekt tych studiów przedstawiłam w zestawieniach tabelarycznych w monografii (Koralun-Bereźnicka 2016: 1–239), odnoszących się do głównych teorii struktury kapitału: teorii substytucji (Tabela 1.5., s. 41–44), teorii asymetrii informacji i sygnalizacji (Tabela 1.6., s. 47), teorii kosztów agencji (Tabela 1.7., s. 50–53), teorii hierarchii źródeł finansowania (Tabela 1.8., s. 55–56), teorii otoczenia prawnego (Tabela 1.9., s. 57), teorii kosztów transakcyjnych (Tabela 1.10., s. 59).

Konsekwencją przeprowadzenia krytycznego przeglądu badań czynników struktury kapitału, było wykazanie sprzeczności między poszczególnymi teoriami w zakresie sposobu oddziaływania niektórych czynników, a nawet braki zgodności co do jednego czynnika badanego w ramach tego samego nurtu teoretycznego (Koralun-Bereźnicka 2016: 62–63). Różnorodność tez i przemawiających za nimi argumentów stanowiła dla mnie czynnik inspirujący do dalszego zgłębiania zagadnień związanych z uwarunkowaniami struktury kapitału i poszukiwania wielopłaszczyznowych prawidłowości w tym zakresie.

Ponieważ przedmiot badań w części empirycznej stanowią czynniki kraju, sektora i wielkości przedsiębiorstwa, czynniki te poddano również wnikliwszej analizie w części teoretycznej pod kątem dotychczas udokumentowanego oddziaływania na strukturę finansową.

Czynnikiem wewnętrznym, związanym ze specyfiką przedsiębiorstwa, będącym przedmiotem badania jest rozmiar przedsiębiorstwa. Stanowi on jedną z ważniejszych cech przedsiębiorstwa różnicujących wskaźniki zadłużenia (Parsons, Titman 2009: 1–93), a jego pozytywny związek z zadłużeniem wielokrotnie potwierdzono w licznych badaniach (Kurshev, Strebulaev 2008: 1–45; Osteryoung i in. 1995: 75–86). Z badań przekrojowych jednoznacznie

wynika, że duże przedsiębiorstwa w Stanach Zjednoczonych mają zwykle wyższe wskaźniki zadłużenia niż przedsiębiorstwa małe (Titman, Wessels 1988: 1–19; Rajan, Zingales 1995: 1421–1460; Fama, French 2002: 1–33). Również wyniki międzynarodowe wskazują na to, że w większości państw dźwignia finansowa generalnie pozostaje w prostej zależności z rozmiarem podmiotu (Rajan, Zingales 1995: 1421–1460; Booth i in. 2001: 87–130). Jednym z najczęściej przytaczanych argumentów uzasadniających ten związek jest występowanie dodatkowych kosztów stałych związanych z pozyskaniem finansowania zewnętrznego, które w wypadku przedsiębiorstw dużych są mniejsze, wobec czego przedsiębiorstwa te mają tańszy dostęp do kapitału obcego (Leary, Roberts 2005: 139–178; Altinkilic, Hansen 2000: 191–218). W związku z tym większe przedsiębiorstwa mają też lepsze możliwości dywersyfikacji swoich źródeł finansowania. W myśl powszechnie przyjętego poglądu, że dużym przedsiębiorstwom trudniej jest upaść, a w razie trudności łatwiej je pokonać, rozmiar przedsiębiorstwa stosuje się też niekiedy jako zmienną reprezentującą prawdopodobieństwo bankructwa (Shumway 2001: 101–124).

Inny argument odnosi się do stopnia asymetrii informacji między podmiotami wewnątrz przedsiębiorstwa a rynkiem kapitałowym. Powszechnie uznaje się, iż problem ten w mniejszym stopniu dotyczy dużych spółek, między innymi z uwagi na bardziej szczegółową analizę przeprowadzaną przez zwykle podejrzliwych inwestorów (Kurshev, Strebulaev 2008: 1–45). Może to również wynikać z faktu, że w wielu wypadkach małe przedsiębiorstwa są silnie związane z przedsiębiorcą, który jest w posiadaniu znacznie większych zasobów informacji o sytuacji przedsiębiorstwa (Jensen, Uhl 2008: 1–103).

Próbie wyjaśnienia różnic w strukturze kapitału między podmiotami różnej wielkości podejmowano również na gruncie teorii kosztów agencji (Bevan, Danbolt 2000: 1–37). W ramach tego nurtu niektórzy autorzy (Michaelas, Chittenden i Poutziouris 1999: 113–130) argumentują, że konflikty między akcjonariuszami a kredytodawcami mogą być szczególnie dotkliwe dla małych przedsiębiorstw. Inne argumenty wyjaśniające przyczyny, dla których struktura kapitału małych i średnich przedsiębiorstw może odbiegać od sposobu finansowania dużych spółek publicznych, odwołują się do takich czynników, jak koszty bankructwa (Jensen, Uhl, 2008: 1–103) czy faza rozwoju przedsiębiorstw (Fama, French, 2002: 1–33).

Jednym z zewnętrznych czynników struktury kapitału szczegółowo rozpatrywanym w ramach omawianego opracowania jest sektor działalności przedsiębiorstwa. Większość badań nad związkiem między przynależnością branżową podmiotu a jego zadłużeniem wykazuje podobieństwo w strukturze kapitału przedsiębiorstw zaliczanych do tej samej branży

oraz zróżnicowanie dźwigni finansowej przedsiębiorstw działających w odmiennych sektorach gospodarczych (Schwartz, Aronson 1967: 10–18; Scott 1972: 45–50; Scott, Martin 1975: 67–73; Martin, Henderson 1984: 57–67; Meric, Meric 1983: 45–45; Harris, Raviv 1991: 297–355). Istnieje szereg przyczyn pozwalających przypuszczać, że sektor, w którym działa przedsiębiorstwo, ma istotny wpływ na jego strukturę kapitałową (Prasad i in. 2001: 1–104). Po pierwsze, jak zauważa Titman (1984: 137–151), im bardziej wyspecjalizowany produkt, tym niższa jest wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa, ponieważ trudniej jest zastąpić serwis posprzedażowy. To z kolei sugeruje występowanie różnic w wysokości dźwigni między różnymi sektorami, ponieważ przedsiębiorstwa produkujące bardziej wyspecjalizowane produkty dążą do takiego poziomu dźwigni, który pozwoliłby im zrekompensować niższą wartość likwidacyjną. Po drugie, zarządzający przedsiębiorstwami zaliczanymi do tego samego sektora starają się utrzymywać strukturę kapitału na średnim poziomie sektorowym, stanowiącym pewnego rodzaju docelowy wzorzec, uznawany za optymalną strukturę kapitału dla przedsiębiorstw z branży (Taggart 1977: 1467–1484; Marsh 1982: 121–144). Po trzecie, jak wskazują De Angelo i Masulis (1980: 3–29), optymalna struktura kapitału jest uwarunkowana czynnikami sektorowymi częściowo dlatego, że stopy podatkowe wykazują zróżnicowanie międzysektorowe.

Dyskusję na temat istnienia optymalnej sektorowej struktury kapitału podejmują również MacKay i Phillips (2005: 1433–1466), których badanie wykazuje, że czynniki sektorowe wyjaśniają strukturę finansową przedsiębiorstw, zróżnicowanie przedsiębiorstw w ramach danego sektora, a także współzależność decyzji materialnych i finansowych. Mimo że autorzy dowodzą braku jednej optymalnej struktury finansowej sektora, odstępstwa od średniej w tym zakresie są powiązane z wyborem technologii i poziomem ryzyka w danej branży. Zatem jeśli struktura finansowa danego przedsiębiorstwa odbiega od średniej sektorowej, przeważnie oznacza to również jego odmienną pod względem technologii i ryzyka. Pomimo, że wpływ czynników sektorowych na strukturę kapitału jest powszechnie uznany za istotny, zdarzają się również opracowania przeczące temu pogładowi i dowodzące braku występowania takiego związku (Hatfield i in. 1994: 1–14).

Drugim czynnikiem zewnętrznym stanowiącym przedmiot pogłębionych rozważań rozprawy jest czynnik kraju, którego wpływ na zadłużenie jest obficie udokumentowany przez literaturę (Demirgüç-Kunt, Maksimovic 1999: 295–336; Booth i in. 2001: 87–130; Bancel, Mittoo 2004: 103–132). Badacze zajmujący się zróżnicowaniem struktury kapitału w ujęciu międzynarodowym wskazują na szereg cech specyficznych dla kraju, które odpowiadają za

występowanie różnic w tym przekroju. Wśród najczęściej wymienianych pojawiają się takie czynniki jak stopień rozwoju gospodarczego kraju (Demirgüç-Kunt, Maksimovic 1999: 295–336), otoczenie instytucjonalne i transakcje międzynarodowe (Graham, Harvey 2001: 187–243; Bancel, Mittoo 2004: 103–132; Brounen i in. 2006: 1409–1442), rozwój sektora bankowego i (lub) rynku papierów wartościowych (Fan i in. 2012: 23–56), ochrona kredytobiorców, uwarunkowania prawne (Hall i in. 2004: 711–728), orientacja systemu bankowego czy stopa wzrostu gospodarczego (De Jong i in. 2008: 1954–1969).

W odniesieniu do głównego celu badania, jakim było rozstrzygnięcie, który z efektów ma znaczenie dominujące w kształtowaniu struktury kapitału przedsiębiorstw, można stwierdzić, że w świetle wszechstronnie przeprowadzonych analiz problemu, za determinanty o największym wpływie należy uznać czynniki krajowe. W dalszej kolejności struktura kapitału pozostaje pod wpływem specyfiki sektorowej przedsiębiorstwa, a w najmniejszym stopniu kształtowana jest przez rozmiar podmiotu. W wypadku każdego z trzech czynników jednak stwierdzono jego istotność w kontekście wpływu na strukturę kapitału.

W badanej populacji zdarzają się jednak wyjątki od powyższych prawidłowości. Po pierwsze, w grupie przedsiębiorstw średnich zaobserwowano większy wpływ czynników sektorowych od krajowych na strukturę kapitału. Analogicznie, wystąpiły kraje (Austria i Holandia), w których efekt rozmiaru dominował nad efektem sektora, jak również sektory (górnictwo i informatyka), w których efekt rozmiaru dominował nad efektem kraju. Ponadto stwierdzono, że stopień wzajemnej przewagi efektów parami jest zróżnicowany w zależności od kraju, sektora i rozmiaru przedsiębiorstwa. Na przykład, dominacja efektu sektora nad efektem rozmiaru najsilniej ujawnia się w wypadku Polski. Świadczy to o tym, że rozpatrywane czynniki wpływają na strukturę kapitału, ale sposób ich oddziaływania uzależniony jest od przynależności przedsiębiorstw do określonej kategorii pod względem rozmiaru, kraju i sektora.

Jeśli chodzi o specyfikę Polski, to biorąc pod uwagę średnie parametry struktury kapitału, kraj nasz wyróżnia ponadto niskie zadłużenie sektora nieruchomości – w przeciwieństwie do większości innych państw, gdzie sektor ten odznacza się na ogół najwyższym poziomem dźwigni finansowej. Sektorem o największym zadłużeniu w Polsce okazał się natomiast sektor administracji.

Wyprowadzona na podstawie danych empirycznych hierarchia czynników może się wydać nieco zaskakująca w świetle hipotetycznie zakładanej kolejności efektów. W wyjściowej hipotezie badawczej założono bowiem, że w związku z procesami harmonizacyjnymi

zachodzącymi na badanym obszarze, bardziej prawdopodobny jest mniejszy wpływ czynników krajowych na strukturę kapitału przedsiębiorstw w porównaniu z czynnikami sektorowymi. Z kolei w obliczu spadku znaczenia specyfiki kraju wskutek ujednolicania gospodarek i systemów prawnych, rola innych czynników powinna relatywnie wzrosnąć. Analiza zróżnicowania struktury kapitału wskazuje jednak na, w dalszym ciągu, utrzymujące się odmienności charakterystyczne dla poszczególnych krajów zintegrowanego obszaru, które znajdują swoje odzwierciedlenie w sposobach finansowania najbardziej różniących się w tym właśnie przekroju. Natomiast przewidywane na wstępie relatywnie najmniejsze znaczenie specyfiki firmy związanej z jej rozmiarem znalazło potwierdzenie w danych empirycznych.

Nawet jeżeli czynniki krajowe w dalszym ciągu pozostają w pewnej przewadze nad innymi czynnikami, w tym zwłaszcza sektorowymi, pomimo iż badanie dotyczy obszaru o wysokim stopniu zaawansowania procesów integracyjnych, można oczekiwać, że relatywna ważność tych efektów będzie ulegać stopniowym zmianom w czasie na korzyść czynników branżowych. Zmian takich nie zaobserwowano jednak w okresie objętym analizą, o czym świadczą wyniki analizy wariancji wskaźników struktury kapitału w czasie. W większości wypadków nie wskazuje ona na istotne zróżnicowanie średnich wskaźników między poszczególnymi rocznymi podokresami badawczymi.

Wniosek o braku istotnego wpływu harmonizacji gospodarek badanych krajów na wzajemną ważność rozważanych efektów w strukturze kapitału może oznaczać, że ujednolicenie struktur finansowych podmiotów gospodarczych w przekroju międzynarodowym osiągnęło już pewien trudny do przekroczenia pułap na skutek procesów dostosowawczych przeprowadzonych we wcześniejszych fazach integracji. Prawdopodobne jest również, że wykazany brak istotnego wpływu integracji na relatywną ważność badanych efektów jest wynikiem zbyt krótkiego horyzontu czasowego badania. Możliwe jest bowiem, że jedenastoletni przedział czasowy nie stanowi okresu wystarczająco długiego, aby ujawnić ewentualne tendencje w tym zakresie. Biorąc jednak pod uwagę brak istotnego zróżnicowania w czasie większości parametrów struktury kapitału, można stwierdzić, że występujące w badanym okresie efekty kraju, sektora i rozmiaru w strukturze kapitału oddziałują w sposób niezależny od integracji, a ich intensywność jest stabilna w czasie.

Istotne natomiast jest zróżnicowanie wszystkich wskaźników struktury kapitału między krajami i sektorami, a w większości także między grupami przedsiębiorstw różnych rozmiarów, o czym świadczą wyniki jednoczynnikowej analizy wariancji przeprowadzonej w tych przekrojach. Przeważnie istotny jest również łączny wpływ rozważanych czynników parami,

czyli: kraju i sektora, kraju i rozmiaru oraz sektora i rozmiaru na strukturę kapitału, co wykazała dwuczynnikowa analiza wariancji uwzględniająca te predykatory jakościowe. Z analizy, o której mowa, można również wnioskować o dominacji czynników krajowych nad sektorowymi oraz przewadze czynników sektorowych nad specyfiką związaną z rozmiarem przedsiębiorstwa w wypadku większości zmiennych. Potwierdza to, że struktura finansowa przedsiębiorstw pozostaje pod nieco silniejszym wpływem kraju, w jakim funkcjonuje podmiot, aniżeli sektora i rozmiaru firmy.

Kolejne potwierdzenie tych wniosków można odnaleźć w wynikach procedury klasyfikacji obiektów, traktowanych jako sektory w krajach, grupy przedsiębiorstw różnych rozmiarów w krajach oraz grupy przedsiębiorstw różnych rozmiarów w sektorach. Wyniki grupowania w tych układach wykazują więcej podobieństw do klasyfikacji krajowej aniżeli sektorowej, a także większe zbieżności między klasyfikacją sektorową, niż ich podziałem ze względu na wielkość podmiotów.

Pomimo wyraźnej tendencji do łączenia się obiektów w skupienia przeważnie zgodnie z ich przynależnością krajową, występują także skupienia o charakterze zdecydowanie sektorowym, jak również skupienia bezsprzecznie zdominowane przez grupy przedsiębiorstw tego samego rozmiaru, aczkolwiek w mniejszej liczbie. Świadczy to o współoddziaływaniu wszystkich trzech kategorii czynników na strukturę kapitału. Zatem pomimo mniejszej relatywnej ważności efektu sektora i jeszcze mniejszego znaczenia efektu rozmiaru, czynniki te nadal odgrywają ważną rolę w kształtowaniu struktur finansowych przedsiębiorstw badanego obszaru.

Istotny w ocenie relatywnej ważności czynników struktury kapitału jest fakt, że intensywność wpływu tychże czynników nie jest jednakowa we wszystkich kategoriach obiektów rozumianych jako kraje, sektory i grupy przedsiębiorstw różnych rozmiarów. W ramach rozpatrywanych kategorii można bowiem wskazać obiekty o silniej i słabiej ujawniającej się specyfice. Jeśli chodzi o rozmiary przedsiębiorstw, to grupą najmniej specyficzną są z pewnością przedsiębiorstwa średniej wielkości. Można to tłumaczyć tym, że ich struktura finansowa często stanowi pewien stan pośredni między wzorcami stosowanymi przez przedsiębiorstwa małe i duże. Wśród krajów najbardziej charakterystycznych znajdują się Holandia, Polska, Francja i Włochy, zaś do sektorów o najwyraźniejszej specyfice należą nieruchomości, sektor zaopatrywania w wodę, działalność techniczna i profesjonalna, a także handel i budownictwo. Oznacza to, że przedsiębiorstwa duże i małe oraz wymienione obiekty

w postaci krajów i sektorów w największym stopniu decydują o występowaniu określonych efektów w strukturze kapitału.

Argumentów na rzecz przewagi czynników krajowych nad sektorowymi, a tych nad czynnikami związanymi z rozmiarem przedsiębiorstwa dostarcza również analiza podobieństwa wyników podziałów. Zastosowana miara oceny podobieństwa wyników analizy skupień informuje po pierwsze o niskim wzajemnym podobieństwie wyników podziałów, co świadczy o istotności wszystkich efektów. Po drugie największe różnice między podziałami wystąpiły w odniesieniu do grup przedsiębiorstw różnych rozmiarów w sektorach, czyli między krajami, następnie w odniesieniu do grup przedsiębiorstw różnych rozmiarów w krajach, czyli między sektorami, a w ostatniej kolejności w odniesieniu do sektorów w krajach, czyli między grupami przedsiębiorstw różnych rozmiarów. Większe różnice w wynikach grupowania między określonymi kategoriami wskazują na większą relatywną ważność danego efektu.

Dążąc do hierarchizacji czynników krajowych, sektorowych i związanych z wielkością przedsiębiorstwa według ich ważności w kontekście struktury kapitału, należy mieć na uwadze zasadniczy brak możliwości całkowitej wzajemnej izolacji tych czynników. Trudności w odseparowaniu od siebie tych trzech efektów, spowodowane przez wzajemne przenikanie się czynników krajowych, sektorowych i związanych z rozmiarem podmiotu, sprawiają, że precyzyjna kwantyfikacja ich wpływu na strukturę finansową przedsiębiorstw jest praktycznie niemożliwa.

Podsumowując osiągnięte wyniki, należy podkreślić, że głównym wnioskiem z przeprowadzonych analiz dotyczących występowania efektów kraju, sektora i rozmiaru na strukturę kapitału przedsiębiorstw w krajach Europy jest stwierdzenie istotności wszystkich trzech rodzajów czynników. Stanowi to zatem wsparcie dla pierwszej hipotezy badawczej o istotności wpływu czynnika kraju (H1a), sektora (H1b) i rozmiaru (H1c) na strukturę finansową przedsiębiorstw. Natomiast porównanie intensywności ich wpływu, czyli siły oddziaływania na sposoby finansowania działalności podmiotów gospodarczych w badanym okresie wskazuje na przewagę efektu krajowego nad sektorowym, a sektorowego nad efektem rozmiaru. Oznacza to zatem brak potwierdzenia dla hipotezy H2a o przewadze efektu sektora nad efektem kraju, jak również wsparcie dla hipotezy H2b, dotyczącej przewagi efektu sektora nad efektem rozmiaru, i dla hipotezy H2c głoszącej przewagę efektu kraju nad efektem rozmiaru.

4.6. Wkład w rozwój dyscypliny nauki o finansach

Rozważania teoretyczne i wyniki badań zawarte w opisywanej monografii, które uważam za wnoszące wkład w rozwój nauki o finansach, obejmują zwłaszcza:

- zestawienie i usystematyzowanie według teorii struktury kapitału dotychczasowych badań empirycznych, dotyczących różnorodnych czynników kształtujących poziom zadłużenia;
- wykazanie występujących niekiedy sprzeczności między wynikami badań istotności i (lub) kierunku oddziaływania czynników struktury kapitału, wskazujących na istnienie obszarów badawczych z tego zakresu nie w pełni konkluzyjnych, przynajmniej w wymiarze uniwersalnym;
- uzupełnienie i aktualizację dotychczasowej wiedzy w zakresie oddziaływania wybranych czynników struktury kapitału na strategie finansowania przedsiębiorstw w krajach Unii Europejskiej oraz jej poszerzenie polegające na uwzględnieniu przedsiębiorstw niepublicznych;
- wieloprzekrojową analizę zróżnicowania struktury kapitału (międzynarodową, międzysektorową, między grupami przedsiębiorstw różnych rozmiarów i w czasie);
- wieloprzekrojową analizę prawidłowości w finansowaniu przedsiębiorstw w ujęciu dwustopniowym:
 - między krajami z uwzględnieniem sektorów gospodarczych i grup przedsiębiorstw różnych rozmiarów,
 - między sektorami gospodarczymi z uwzględnieniem krajów i grup przedsiębiorstw różnych rozmiarów,
 - między grupami przedsiębiorstw różnych rozmiarów z uwzględnieniem krajów i sektorów;
- hierarchizację efektów kraju, sektora i rozmiaru w strukturze kapitału według ważności;
- ustalenie relatywnej ważności efektu kraju i sektora w poszczególnych grupach przedsiębiorstwa danej wielkości;
- ustalenie relatywnej ważności efektu kraju i rozmiaru w poszczególnych sektorach gospodarczych;
- ustalenie relatywnej ważności efektu sektora i rozmiaru w poszczególnych krajach;
- wniosek o zróżnicowaniu intensywności oddziaływania determinant struktury kapitału w zależności od uwarunkowań zewnętrznych w postaci kraju i sektora oraz od uwarunkowań wewnętrznych przedsiębiorstwa w postaci jego wielkości;

- identyfikację specyfiki kraju, sektora i wielkości przedsiębiorstwa nie tylko jako istotnych determinant struktury kapitału, ale także jako czynników pośrednio wpływających na strukturę kapitału poprzez różnicowanie sposobu oddziaływania innych bezpośrednich czynników kształtujących decyzje finansowe przedsiębiorstw.

Za najistotniejszy wkład do rozwoju nauki o finansach uważam ostatni z wyżej wymienionych elementów rozprawy, zgodnie z którym czynniki kształtujące strukturę kapitału, uważane dotychczas za pierwotne determinanty sposobów finansowania podmiotów, stanowią także czynniki o charakterze wtórnym, czyli kształtującym politykę finansowania przedsiębiorstwa również w sposób pośredni. Ów pośredni wpływ czynników struktury kapitału przejawia się w tym, że sposób, w tym kierunek i siła, oddziaływania bezpośrednich czynników zadłużenia jest uzależniony od determinant wyższego rzędu, które jednakże – oprócz wywierania wpływu pośredniego – mogą jednocześnie stanowić bezpośrednie determinanty kształtujące poziom zadłużenia.

Identyfikacja takich dwustopniowych zależności – wsparta badaniem empirycznym o szerokim zasięgu terytorialnym, podmiotowym i przedmiotowym – otwiera drogę do zmiany dotychczasowego sposobu traktowania czynników kształtujących zjawiska finansowe, w tym strukturę kapitału przedsiębiorstw. Jedną z konsekwencji rozpoznania owej dwoistości wpływu może być bowiem weryfikacja sposobu oddziaływania innych czynników, polegająca na uwzględnieniu pośrednich uwarunkowań w relacjach zachodzących między strukturą finansową a determinantami o charakterze pierwotnym – w myśl wiodących teorii struktury kapitału. Potrzeba takiej weryfikacji jest tym wyraźniejsza, im więcej jest sprzecznych doniesień dotyczących istotności i kierunku wpływu czynników na dźwignię finansową, jakich dostarczają niezliczone badania empiryczne przeprowadzane na zróżnicowanych ilościowo i jakościowo próbach badawczych.

4.7. Możliwości wykorzystania wyników badania

Jako że struktura kapitału stanowi jeden z ważniejszych wyznaczników ryzyka, obserwacje dotyczące siły oddziaływania czynników struktury kapitału nasuwają pewne implikacje w zakresie optymalizacji strategii dywersyfikacji inwestycji. Relatywnie większe znaczenie czynników krajowych w porównaniu z sektorowymi sugeruje bowiem, że dywersyfikacja oparta na przekrojach międzynarodowych powinna dominować nad międzysektorowym różnicowaniem ryzyka, pomimo że powyższa rekomendacja dotyczy terytorium o wysokim stopniu integracji ekonomicznej krajów, z których większość należy już do wspólnej strefy

walutowej. Analogicznie, strategie dywersyfikacji uwzględniające wielkość podmiotów powinny okazać się najmniej efektywne w ograniczaniu ryzyka inwestycyjnego na badanym obszarze.

Warto jednak wspomnieć, iż rekomendacje powyższe wynikają z analizy struktury kapitału opartej na wartościach księgowych przedsiębiorstw niepublicznych. Nie oznacza to, że mają one takie samo zastosowanie dla spółek giełdowych, w wypadku których efekty dywersyfikacji portfela uzyskiwane są w wyniku korelacji rynkowych stóp zwrotu, nie zaś wskutek pomiaru struktury finansowej przy użyciu wskaźników bazujących na sprawozdaniach finansowych.

Ponadto, wyższość strategii dywersyfikacji terytorialnej nad sektorową czy uwzględniającą wielkość podmiotów nie powinna być traktowana jako uniwersalna, niezmiennie obowiązująca zasada. W obliczu dynamiki zdarzeń na świecie i ciągłych przemian zachodzących na naszym kontynencie, trudno jednoznacznie przewidywać kierunek zmian relatywnej ważności czynników struktury kapitału. Gdyby tendencja do globalizacji utrzymywała się w dotychczasowym tempie lub wykazywała wzrost, można by oczekiwać stopniowego spadku znaczenia efektu kraju na rzecz rosnącej roli innych czynników, w tym zwłaszcza sektorowych, związanych ze specjalizacją technologii produkcji. W konsekwencji prawdopodobny byłby wówczas spadek efektywności strategii dywersyfikacji opartej na przekrojach międzynarodowych. Niepewność co do rozwoju tych tendencji w przyszłości wskazuje jednak na konieczność ciągłego monitorowania relatywnej ważności czynników struktury kapitału i bieżącej aktualizacji ich hierarchii.

5. Omówienie pozostałych osiągnięć naukowo-badawczych

5.1. Podsumowanie dorobku naukowego

Po uzyskaniu stopnia doktora nauk ekonomicznych w roku 2003, byłem autorem lub współautorem 59 publikacji. Syntetyczne podsumowanie liczbowe dorobku naukowego przedstawiono w Tabeli 2.

Ponadto, artykuł mojego autorstwa pt. *How Does Firm Size Affect the Relative Importance of Country and Industry Effect in Capital Structure? Empirical Evidence from Europe* został pozytywnie zrecenzowany i przyjęty do publikacji na łamach czasopisma „Argumenta Oeconomica”, posiadającego współczynnik wpływu *Impact Factor* ($IF_{(2015)}=0,133$) i znajdującego się w bazie *Journal Citation Reports* (lista A MNiSW, pozycja 1039, liczba punktów 15). Potwierdzenie przyjęcia artykułu do publikacji znajduje się w załączniku 5.

Kolejny artykuł mojego autorstwa zatytułowany: *Are Capital Structure Determinants Different Depending on Firm Size and Debt Maturity? Evidence from European Panel Data*, również został pozytywnie zrecenzowany i przyjęty do druku przez wydawnictwo Springer. Publikacja ta będzie miała charakter międzynarodowych materiałów pokonferencyjnych, dla których liczba punktów według MNiSW wynosi 15.

Tabela 2. Zestawienie liczbowe publikacji po uzyskaniu stopnia doktora (lata 2004–2016)

Rodzaj publikacji	Autorstwo		Język		Łącznie
	samodzielne	współautorstwo	polski	angielski	
Monografie	2	–	1	1	2
Redakcja podręczników i zeszytów naukowych	1	–	1	–	1
Publikacje w czasopiśmie ogólnopolskich	8	1	7	2	9
Publikacje w czasopiśmie międzynarodowych	10	–	–	10	10
Rozdziały w książkach	7	1	5	3	8
Publikacje w zeszytach naukowych	20	–	17	3	20
Materiały pokonferencyjne	8	1	7	2	9
Łącznie	56	3	38	21	59

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 3 przedstawiono wykaz publikacji według kategorii wyszczególnionych w tabeli 2, stosując numerację jak w załączniku 4. Publikacje wymienione są według daty publikacji, rozpoczynając od pozycji najnowszych.

Tabela 3. Wykaz publikacji według rodzaju po uzyskaniu stopnia doktora (lata 2003–2016)

Rodzaj publikacji	Symbol publikacji według numeracji w załączniku 4
Monografie	II.B.43., I.A.
Redakcja podręczników i zeszytów naukowych	III.I.2.
Publikacje w czasopiśmie ogólnopolskich	II.B.49., II.B.47., II.B.39., II.B.38., II.B.37., II.B.17., II.B.10., II.B.8., II.B.4.
Publikacje w czasopiśmie międzynarodowych	II.B.55., II.B.52., II.B.51., II.B.50., II.B.48., II.B.46., II.B.45., II.B.44., II.B.41., II.B.40.
Rozdziały w książkach	III.I.3., III.I.1., II.B.27., II.B.25., II.B.23., II.B.16., II.B.14., II.B.11.
Publikacje w zeszytach naukowych	II.B.42., II.B.36., II.B.35., II.B.34., II.B.33., II.B.32., II.B.31., II.B.29., II.B.28., II.B.26., II.B.24., II.B.21., II.B.20., II.B.19., II.B.18., II.B.15., II.B.12., II.B.9., II.B.6., II.B.2.
Materiały pokonferencyjne	II.B.54., II.B.53., II.B.30., II.B.22., II.B.13., II.B.7., II.B.5., II.B.3., II.B.1.

Źródło: opracowanie własne.

Łączną liczbę punktów za publikacje według rodzajów przedstawiono w Tabeli 4. Szczegółowy wykaz punktów za każdą publikację ujęto natomiast w załączonym do niniejszej dokumentacji zbioru prac uporządkowanych według nurtów badawczych oraz według daty publikacji, poczynając od najnowszych. W razie wątpliwości co do liczby punktów wynikających z rozbieżności między różnymi źródłami dotyczącymi punktacji, każdorazowo przyjmowałam wariant mniej korzystny dla siebie, biorąc pod uwagę najniższą możliwą liczbę punktów. Wykazana punktacja nie obejmuje publikacji zaakceptowanych, lecz jeszcze nieopublikowanych.

Tabela 4. Zbioreczna liczba punktów za publikacje według rodzaju

Rodzaj publikacji	Punkty
Monografie	45
Redakcja podręczników i zeszytów naukowych	12
Publikacje w czasopismach ogólnopolskich	54
Publikacje w czasopismach międzynarodowych	51
Rozdziały w książkach	20
Publikacje w zeszytach naukowych	117
Materiały pokonferencyjne	10
Łącznie	309

Źródło: opracowanie własne.

W przedstawionym dorobku przeważają publikacje w zeszytach naukowych wydawanych w języku polskim lub angielskim przez renomowane krajowe ośrodki naukowe, w tym Szkołę Główną Handlową w Warszawie, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu (dawniej Akademia Ekonomiczna im. Oskara Langego we Wrocławiu), Uniwersytet Gdański, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Uniwersytet Łódzki i Uniwersytet Szczeciński. Wyniki prowadzonych badań, zwłaszcza w ostatnich latach, były również publikowane na łamach czasopism naukowych o zasięgu ogólnopolskim (np. „Bank i Kredyt”, „Pieniądze i Więź”) i międzynarodowym („Contemporary Economics”, „Universal Journal of Accounting and Finance”, „International Journal of Financial Economics”, „Journal of Management and Financial Sciences”, „Journal on Legal and Economic Issues of Central Europe”, „Eurasian Journal of Economics and Finance”, „Journal of International Scientific Publications”). Ponadto, po uzyskaniu stopnia doktora nauk ekonomicznych, aktywnie uczestniczyłam w 25 konferencjach naukowych, w tym 7 zagranicznych. Udział w tych konferencjach w większości zaowocował publikacjami uwzględnionymi w powyższym zestawieniu tabelarycznym.

Zdecydowana większość publikacji była efektem mojej samodzielnej pracy; jedynie dwie prace były napisane we współautorstwie. W każdym z tych przypadków mój wkład

w powstanie publikacji szacuję na 50%. Dodam ponadto, że w wypadku publikacji obcojęzycznych również w całości były one redagowane przeze mnie samodzielnie, bez korzystania z usług tłumaczy. Dotyczy to również monografii anglojęzycznej wydanej nakładem wydawnictwa Springer.

Poza publikacjami i udziałem w konferencjach naukowych, udzielam się również jako recenzent artykułów w następujących czasopismach międzynarodowych: "Universal Journal of Accounting and Finance", "Journal on Legal and Economic Issues of Central Europe" oraz "Journal of Banking and Financial Economics".

5.2. Charakterystyka bibliometryczna dorobku naukowego

W ocenie dorobku naukowego opublikowanego po doktoracie brane są pod uwagę m.in. indeksy cytowalności. Zgodnie ze szczegółowymi informacjami na ten temat, dostępnymi w załączniku 4, najważniejsze parametry dotyczące cytowań moich publikacji wynoszą:

- 1) Sumaryczny współczynnik wpływu (*impact factor*) publikacji naukowych według listy Journal Citation Reports zgodnie z rokiem opublikowania: 0
- 2) Liczba cytowań publikacji oraz indeks Hirsha publikacji według bazy Web of Science: 0
- 3) Liczba cytowań publikacji według bazy Web of Science Cited Reference Search: 2
- 4) Liczba cytowań publikacji według bazy Google Scholar: 38
- 5) Liczba cytowań publikacji według bazy Harzing's Publish or Perish: 37
- 6) Indeks Hirsha według bazy Google Scholar i Harzing's Publish or Perish: 3

Na opracowanie mojego autorstwa o największej liczbie cytowań powoływano się łącznie 12 razy. Parametry bibliometryczne dokumentują wyniki wyszukiwania w postaci zrzutów z ekranu przedstawione na rysunkach 1–4 w załączniku 4.

5.3. Opis nurtów w działalności naukowej

Za najistotniejszy, choć jednocześnie najbardziej ogólny element łączący poszczególne obszary moich zainteresowań naukowych, należy uznać kwestię zróżnicowania. Zróżnicowanie owo rozpatrywane jest na wielu płaszczyznach i w odniesieniu do rozmaitych podmiotów gospodarczych. W zakresie rodzaju podmiotów problematykę zróżnicowania podejmowałam zarówno w ujęciu makroekonomicznym – w odniesieniu do gospodarek krajów Unii Europejskiej, czy rynków kapitałowych, jak i mikroekonomicznym – w relacji do takich podmiotów jak sektory gospodarcze, banki, przedsiębiorstwa lub ich grupy.

Przedmiot podejmowanych przeze mnie badań zróżnicowania natomiast, najogólniej można określić jako syntetycznie wyrażone efekty prowadzonej działalności gospodarczej. W wypadku podmiotów makroekonomicznych są to różnorodne aspekty funkcjonowania gospodarki w takich obszarach jak produkcja, konsumpcja, inflacja, zatrudnienie, bezrobocie, finanse, podatki, polityka monetarna czy fiskalna, jak również parametry rynku kapitałowego. W sferze podmiotów mikroekonomicznych zaś, główny przedmiot moich zainteresowań stanowi zróżnicowanie szeroko rozumianej kondycji finansowej, do której scharakteryzowania służy szereg miar w postaci kwantyfikowalnych wskaźników finansowych. W ostatnim okresie szczególną uwagę poświęciłam strukturze kapitału, w tym zwłaszcza czynnikom wpływającym na jej zróżnicowanie.

Przestrzennie większość przeprowadzonych badań koncentruje się na obszarze Europy, w tym zwłaszcza krajach członkowskich Unii Europejskiej i (lub) krajach strefy euro. Szczególne miejsce w owej lokalizacji terytorialnej analiz zajmuje Polska, której pozycja na tle bliższych i dalszych sąsiadów zawsze budziła moje zainteresowanie. Jednakże w dorobku podlegającym charakterystyce występują również badania wykraczające poza nakreślone ramy starego kontynentu, a dotyczące m.in. rynków kapitałowych z różnych regionów świata.

Jeśli natomiast chodzi o ramy czasowe podejmowanych badań, to najwcześniejsze z nich sięgają początku lat siedemdziesiątych ubiegłego stulecia, co zbiega się z pierwszymi próbami koordynacji polityki monetarnej wśród członków Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej, i obejmują okres ponad trzydziestoletni. Większość późniejszych badań dotyczy jednakże okresów znacznie bardziej aktualnych i odpowiednio krótszych, gdyż obejmujących głównie okres funkcjonowania Unii Europejskiej bądź też samej strefy euro.

Metodyka znajdująca zastosowanie w przeprowadzanych badaniach – z racji często podejmowanych prób wielokryterialnej oceny porównawczej obiektów – obejmuje głównie narzędzia statystycznej analizy wielowymiarowej. Wśród najczęściej wykorzystywanych narzędzi w początkowej fazie rozwoju naukowego należy wymienić metody taksonomiczne. W miarę postępu zarówno w sferze objętości materiału badawczego, jak i rozwoju naukowo-metodologicznego, zastosowanie znajdowały bardziej zaawansowane wielowymiarowe techniki eksploracyjne w postaci między innymi analizy skupień, analizy czynnikowej czy skalowania wielowymiarowego, jak również narzędzia ekonometryczne, w tym zwłaszcza modelowanie danych panelowych.

Głównym motywem skłaniającym mnie do podejmowania opisanych badań jest poszukiwanie przyczyn zróżnicowania wszelako rozumianych obiektów, czyli gospodarek

krajów, giełd, banków czy przedsiębiorstw. W zależności od przekroju badania i jego horyzontu czasowego, jako potencjalne przyczyny niejednorodności rozpatrywane były różnego rodzaju czynniki, wśród których wymienić należy np. postęp procesu integracji ekonomicznej, czynnik czasu czy wreszcie sam fakt przynależności do określonej grupy podmiotów (kraju, sektora gospodarczego, grupy podmiotów o podobnej wielkości) podlegających w konsekwencji oddziaływaniu pewnych wspólnych czynników specyficznych dla danej kategorii.

Znajomość tych przyczyn, czy chociażby nieco bliższe rozpoznanie uwarunkowań leżących u podstaw braku homogeniczności obiektów, stanowi nie tylko wkład do teorii dotyczącej czynników różnicujących efektywność funkcjonowania podmiotów gospodarczych, ale przede wszystkim ma istotne znaczenie dla praktyki zarządzania szeroko pojętymi finansami. Wiedza teoretyczna z zakresu determinantów funkcjonowania i efektywności przedsiębiorstw, jak również innego rodzaju podmiotów gospodarczych, poparta empirycznymi dowodami na to, w jakich przekrojach i w jakim stopniu podmioty najbardziej różnią się między sobą, daje podstawy do formułowania zaktualizowanych strategii alokacji zasobów opartych na odpowiednio dobranej metodzie dywersyfikacji.

W zgromadzonym dorobku naukowym wyróżnić można kilka wiodących wątków, wokół których koncentrowały się podejmowane badania. Jednym z najwcześniej podjętych tematów (2000 r.) jest problematyka **integracji europejskiej**, a ściślej zróżnicowanie gospodarek krajów Unii Europejskiej pod wpływem integracji. Zbiega się to w czasie z okresem przygotowań Polski do wstąpienia do struktur unijnych, a także z okresem bezpośrednio poakcesyjnym, co zadecydowało o kierunku moich zainteresowań na tym etapie rozwoju naukowego. W ramach tego nurtu zajmowałam się przede wszystkim analizą wpływu postępu procesów integracyjnych zachodzących w obszarze Europy na zachowanie różnorodnych parametrów makroekonomicznych gospodarek biorących udział w tej integracji. W szczególności interesowało mnie, czy i w jakim stopniu proces integracji europejskiej stanowi czynnik sprzyjający eliminowaniu dysproporcji gospodarczych między podmiotami w niej uczestniczącymi. Prowadząc badania w tym zakresie dążyłam m.in. do znalezienia odpowiedzi na pytania dotyczące różnic w intensywności wzrostu homogeniczności gospodarek w zależności od rozpatrywanego okresu, jak też w odniesieniu do poszczególnych dziedzin gospodarki.

Analizy ponad trzydziestoletnich szeregów czasowych wskaźników makroekonomicznych wsparły zakładaną hipotetycznie tendencję do malejącego zróżnicowania ekonomicznego, przy czym najbardziej dynamiczne spadki zróżnicowania w czasie wystąpiły w pierwszej połowie

lat dziewięćdziesiątych, zwłaszcza w odniesieniu do tych obszarów gospodarki, które podlegają unijnym uregulowaniom prawnym, czyli w sferze wskaźników budżetowych i monetarnych.

Wzrost zbieżności gospodarczej zauważalny był jednak również w innych obszarach ekonomicznych, nie będących pod bezpośrednim wpływem uregulowań ponadnarodowych, takich jak produkcja czy zatrudnienie. Utwierdziło mnie to w przekonaniu o możliwości przenoszenia się efektów integracji w postaci wzrastającej konwergencji z obszarów regulowanych, lub w odniesieniu do których występują zalecenia o charakterze nieobligatoryjnym, na pokrewne im dziedziny życia gospodarczego. Badania w tym obszarze uwieńczono napisaniem rozprawy doktorskiej zatytułowanej: „Wpływ procesu integracji ekonomicznej na stopień zróżnicowania gospodarek krajów Unii Europejskiej”. Do pomiaru stopnia zintegrowania gospodarczego krajów posłużył opracowany w dysertacji autorski syntetyczny wskaźnik integracji.

Tematyka rozprawy doktorskiej ukształtowała moje zainteresowania badawcze w okresie kolejnych kilku lat po uzyskaniu stopnia doktora. Wątkiem konwergencji ekonomicznej w Europie zajmowałam się również w kontekście integracji walutowej, zarówno z punktu widzenia wyboru strategii kursu złotego, jak też rozważając integrację walutową jako potencjalny czynnik stymulujący rozwój rynku finansowego w Polsce. Powyższe badania przeprowadzane były w okresie, gdy Polska nie była jeszcze członkiem Unii Europejskiej, a zatem przedmiot moich zainteresowań stanowiła również kwestia oceny ekonomicznej państw kandydujących. Kontynuacja, a zarazem rozwinięcie prac w tym obszarze miały miejsce również w okresie poakcesyjnym. Wówczas interesującym przedmiotem analiz wydało mi się porównanie Polski z innymi państwami członkowskimi pod względem rozwoju rynku pracy, wybranych zagadnień finansów publicznych oraz ocena przemian strukturalnych w przemyśle Polski pod wpływem integracji z Unią Europejską. W skład nurtu integracji europejskiej zaliczam następujące publikacje wydane po uzyskaniu stopnia doktora, zgodnie z numeracją w załączniku 4, p. II.B: 1, 2, 7, 8, 13, 21, 22.

Kolejny ważny, aczkolwiek dość odrębny nurt badawczy, zapoczątkowany w roku 2008, dotyczy zróżnicowania **rynków kapitałowych**, w tym zwłaszcza giełd papierów wartościowych. Do zajęcia się tą tematyką w pewnym stopniu skłonił mnie rozpoczęty wówczas kryzys finansowy, którego skutki dotknęły między innymi rynki kapitałowe. W ramach tego obszaru badawczego znaczna część opracowań poświęcona została problemowi oceny porównawczej rozwoju rynków papierów wartościowych w Europie i na świecie, ze

szczególnym uwzględnieniem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Analizie podlegały tu zarówno parametry charakteryzujące rozmiary giełd, jak również poziom rozwoju rynków akcji i obligacji. Jednym z ważniejszych wniosków wylaniających się z przeprowadzonych wielokryterialnych badań porównawczych był systematyczny wzrost poziomu rozwoju polskiego rynku kapitałowego na tle giełd różnych kontynentów, co znajdowało odzwierciedlenie w rosnących wartościach zagregowanej miary rozwoju dla GPW skonstruowanej na bazie wyselekcjonowanych wskaźników giełdowych.

Konwergencja rynków finansowych stanowi przedmiot zainteresowania wielu badaczy, którzy m.in. z racji postępu procesów integracyjnych, przejawiających się m.in. wprowadzeniem wspólnej waluty, koncentrują się przeważnie na obszarze Europy. Wychodząc z założenia, że postęp integracji rynków kapitałowych jest współcześnie zjawiskiem na ogół niekwestionowanym, za jeden z celów badań obrałam ewaluację efektów tej integracji poprzez identyfikację podobieństw między wybranymi giełdami papierów wartościowych w Europie. Za godną uwagi uznałam m.in. analizę kwestii, czy różnice między analizowanymi rynkami kapitałowymi ulegają zmniejszaniu w czasie na skutek postępu procesu konwergencji. Do pomiaru stopnia konwergencji giełd europejskich skonstruowałam syntetyczny wskaźnik integracji, agregujący zbiór zmiennych dotyczących wielkości rynków kapitałowych oraz rozwoju rynków akcji i obligacji. Zastosowanie tej miary doprowadziło do wniosku o niewielkim zmniejszeniu ogólnego zróżnicowania między tymi obiektami w czasie, co stanowiło wsparcie dla hipotezy dotyczącej wzrostu konwergencji rynków kapitałowych w Europie w badanym okresie.

Rozwinięciem tych rozważań było badanie dotyczące tego, czy zmniejszanie się rozbieżności między giełdami europejskimi przebiegało w sposób jednolity w poszczególnych obszarach analitycznych, określonych jako rynek papierów własnościowych, rynek papierów dłużnych i ogólny rozmiar rynku kapitałowego. Przeprowadzone analizy pozwoliły stwierdzić, w których z wyodrębnionych obszarów wzrost harmonizacji jest najbardziej wyraźny i stabilny, a w których mniej intensywny bądź trudny do zaobserwowania.

Pomimo stwierdzenia w toku badań wzrostu homogeniczności giełd europejskich, ich wielowymiarowa analiza komparatywna ujawniła występowanie znaczących różnic dzielących badane obiekty. Zaobserwowane zdystansowanie kilku największych rynków kapitałowych od bardziej ujednoliconej, aczkolwiek słabiej rozwiniętej większości giełd skłoniło mnie do podjęcia badania dynamiki parametrów ich rozwoju. Miałam tu na uwadze zwłaszcza aspekt porównania dynamiki zmian dotyczących rynków mniejszych z dużymi. Wyniki

wielowymiarowej analizy porównawczej giełd europejskich prezentowałam na forum międzynarodowym w ramach konferencji organizowanej przez GfKL (German Classification Society) w Hamburgu (2008). Materiał ten został również opublikowany jako rozdział w książce pt. *Advances in Data Analysis, Data Handling and Business Intelligence* wydanej nakładem wydawnictwa Springer. W skład nurtu rynków kapitałowych zaliczam następujące publikacje wydane po uzyskaniu stopnia doktora, zgodnie z numeracją w załączniku 4, p. II.B: 12, 14, 15, 16, 17, 18, 20, 23, 25, 33.

Za wątek poboczny w mojej pracy naukowej można uznać kwestię oceny zróżnicowania finansowych instytucji zaufania publicznego w Polsce w postaci banków, podejmowaną w publikacjach oznaczonych w załączniku 4, p. II.B numerami: 3 i 5. Wnioski wynikające z badań przeprowadzonych w tym obszarze mają aktualnie walory raczej wyłącznie historyczne z uwagi na dynamikę zmian zachodzących w sektorze finansowym.

W latach 2005–2007 nieco więcej uwagi poświęcałam natomiast rozważaniu kwestii możliwości prognozowania upadłości przedsiębiorstw z zastosowaniem systemów wczesnego ostrzegania w postaci wybranych funkcji dyskryminacji. Opublikowane badania w tym obszarze (załącznik 4, p. II.B: 4, 6, 11), koncentrujące się na ocenie wypłacalności polskich spółek giełdowych, przemieniły się jednak następnie w prace o charakterze dydaktycznym i zaowocowały opracowaniem anglojęzycznego wykładu dotyczącego przyczyn upadłości przedsiębiorstw, jak również charakterystyki różnych procesów prowadzących do bankructwa.

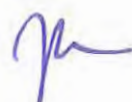
Kwestia wielokryterialnej oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw, aczkolwiek już nie z punktu widzenia predykcji upadłości, pozostała nadal w sferze moich zainteresowań naukowych. W ramach tego nurtu badań, zapoczątkowanego w roku 2008, po raz pierwszy ujawniło się moje zainteresowanie zagadnieniem branżowości przedsiębiorstw. Z tego też względu podjęłam się m.in. międzybranżowej oceny porównawczej płynności finansowej polskich spółek publicznych (publikacja II.B.10). Otrzymane wyniki, świadczące o występowaniu znacznych różnic w zakresie zarządzania kapitałem obrotowym między sektorami budownictwa, przemysłu oraz usług, stały się bodźcem do dalszych poszukiwań zmienności wyników przedsiębiorstw w przekrojach sektorowych gospodarek.

Zatem kolejnym, a zarazem najobszerniej opracowanym nurtem badawczym w omawianym dorobku jest zróżnicowanie szeroko pojętej **kondycji finansowej przedsiębiorstw** w krajach Unii Europejskiej w kilku przekrojach: początkowo w ujęciu międzynarodowym i międzysektorowym, a w dalszej kolejności także w przekroju uwzględniającym wielkość przedsiębiorstwa i czas. Podjęcie tej tematyki zainspirowane było opracowaniem Cinca i in.

(2005: 26–45). Temat ten wpisuje się w ważny nurt współczesnej ekonomii i finansów, który określić można jako analizę przyczyn i skutków zróżnicowania obiektów. Obiekty traktuje się wówczas jako państwa (ang. *country effect*) bądź sektory gospodarcze (ang. *industry effect*). Ponieważ większość przeprowadzonych dotychczas badań w tym zakresie koncentruje się głównie na efektach odzwierciedlonych w rynkowych stopach zwrotu, znacznie rzadziej natomiast na poziomie wskaźników analitycznych o charakterze fundamentalnym, uznałam, że jest to obszar warty uzupełnienia. Ograniczanie się wielu badaczy do wskaźników rynkowych jest w pełni zrozumiałe w kontekście łatwego dostępu do tego rodzaju danych. Jednakże masowość analiz dotyczących spółek publicznych nie oznacza, że wynikające z nich wnioski w równym stopniu dotyczą podmiotów nie notowanych na giełdach. Wszak spółki giełdowe w większości gospodarek europejskich stanowią przeważnie znakomitą mniejszość ogółu podmiotów gospodarczych, poza tym często odmienną jakościowo od innych przedsiębiorstw, których analiza – jako bardziej kłopotliwa – jest często pomijana. Uaktualnienie i poszerzenie badań nad efektem kraju i sektora w obszarze Europy uznałam za przydatne uzupełnienie stanu wiedzy w tym zakresie. Wyniki prezentowałam m.in. na konferencji międzynarodowej w Atenach (2010) organizowanej przez Athens Institute for Education and Research oraz w Tbilisi (2015) w ramach Eurasian Forum On Law And Economics.

Badania tego zagadnienia mają szeroką tradycję, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, ale zyskują coraz większą popularność również w Europie. Wydaje się jednak, że w Polsce analiza efektów sektorowych nie jest jeszcze dostatecznie rozpowszechniona, co stanowiło dla mnie dodatkowy bodziec do przetarcia tego szlaku. Gdy podjęłam studia nad kwestią relatywnej ważności czynników krajowych i sektorowych, praktycznie nie mając do dyspozycji polskojęzycznych źródeł, doszłam do wniosku, że problem ten może stać się tematem książki. Przeprowadzone badania zaowocowały publikacją anglojęzycznej monografii mojego autorstwa pt. *Corporate Performance. A Ratio-Based Approach to Country and Industry Analyses*, wydanej nakładem wydawnictwa Springer w 2013 r. Za główny cel tego opracowania przyjąłam ocenę wpływu czynników sektorowych i krajowych na kondycję finansową przedsiębiorstw w wybranych krajach Unii Europejskiej.

Wyniki większości analiz poprzedzających powyższe studium, a mających na celu ustalenie pierwszeństwa efektu kraju lub sektora potwierdzały na ogół większą wagę pierwszego z nich (Drummen, Zimmermann 1992: 15–26; Beckers i in. 1992: 75–95; Heston, Rouwenhorst 1994: 3–27; Heston, Rouwenhorst 1995: 53–58; Beckers i in. 1996: 31–39; Griffin, Karolyi 1998: 351–373; Rouwenhorst 1999: 57–64; Kuo, Satchell 2001: 1–28), sugerując jednocześnie



większą skuteczność międzynarodowej dywersyfikacji inwestycji. Jednocześnie jednak wnikliwy przegląd literatury prowadzi do wniosku, że im późniejszy okres analizy, tym większa skłonność badaczy (Roll 1992: 3–42; Weiss 1998: 6–8; Baca i in. 2000: 34–40; Cavaglia i in. 2000: 41–54; L’Her i in. 2002: 70–79; Brooks, Del Negro 2004: 649–680; Flavin 2004: 1137–1158) do uznawania efektów sektorowych za równorzędne z krajowymi, a niekiedy nawet je przewyższające, co z kolei stanowi uzasadnienie dla stosowania dywersyfikacji sektorowej.

Zmiana podejścia do oceny ważności efektów, polegająca na coraz częstszym uznawaniu dominacji czynników sektorowych nad krajowymi, tłumaczona jest niekiedy jako konsekwencja postępu procesów integracyjnych, zachodzących przede wszystkim na obszarze Europy, ale również jako rezultat szeroko rozumianej globalizacji, obejmującej inne kontynenty. Tendencja ta znajduje odzwierciedlenie także w praktyce; w obliczu globalizacji inwestorzy częściej są skłonni uznawać prymat dywersyfikacji sektorowej nad krajową.

Głównym wnioskiem z przeprowadzonych analiz dotyczących występowania efektów kraju i sektora oraz siły ich oddziaływania na kondycję finansową przedsiębiorstw w krajach Europy jest stwierdzenie istotności obydwu rodzajów czynników. Porównanie intensywności ich wpływu na rezultaty działalności podmiotów gospodarczych w badanym okresie potwierdza pewną przewagę efektu sektorowego nad krajowym. Najbardziej naturalnym uzasadnieniem wniosków płynących z przeprowadzonych badań wydaje się postęp procesu integracji ekonomicznej, doprowadzającej w większym stopniu do ujednolicania gospodarek między krajami aniżeli między sektorami. Podsumowując nurt badawczy określony jako kondycja finansowa przedsiębiorstw, w jego skład zaliczam następujące publikacje wykazane w załączniku 4, p. II.B: 3, 4, 5, 6, 9, 10, 11, 19, 22, 24, 26, 27, 28, 29, 31, 32, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 42, 43, 46, 47, 48, 51, 53, 55.

Z upływem czasu moje zainteresowania zróżnicowaniem kondycji finansowej przedsiębiorstw stopniowo ewoluowały w kierunku badania przyczyn zmienności bardziej zawężonych obszarów diagnostycznych funkcjonowania przedsiębiorstw, takich jak rentowność czy płynność. Pozostając w sferze zainteresowań finansami przedsiębiorstw, począwszy od roku 2009, swą uwagę skoncentrowałam na **strukturze kapitału**, jako na zagadnieniu kluczowym z punktu widzenia wartości przedsiębiorstwa. W ramach tego obszaru badawczego, oprócz analizy wpływu czynników zewnętrznych (krajowych i sektorowych) na strukturę kapitału, postanowiłam uwzględnić także czynnik o charakterze wewnętrznym w postaci wielkości przedsiębiorstwa. Ponadto, ocena ważności powyższych czynników zestawianych parami dokonywana była nie tylko w odniesieniu do całej zbiorowości, czyli

grupy krajów UE, ale również z uwzględnieniem poszczególnych sektorów gospodarczych, krajów i grup przedsiębiorstw różnych rozmiarów. Zwieńczeniem badań prowadzonych w tym obszarze była monografia pt. *Wpływ kraju i sektora oraz wielkości przedsiębiorstwa na strukturę kapitału przedsiębiorstw w krajach Unii Europejskiej* wskazana i omówiona w niniejszym autoreferacie jako osiągnięcie naukowe.

W ostatnich latach zintensyfikowałam swoją aktywność naukową na arenie międzynarodowej. Główny wniosek powyższej rozprawy o czynnikach krajowych, sektorowych i wielkości przedsiębiorstwa jako o pośrednich determinantach struktury kapitału różnicujących bezpośrednio działanie tych samych czynników, zainspirował mnie do dalszych poszukiwań w tym obszarze. Na przykład, za ciekawą uznałam kwestię zróżnicowania relacji między strukturą aktywów i strukturą kapitału w zależności od sektora i rozmiaru przedsiębiorstwa. Wieloprzekrojowe badanie tego problemu zakończyło się publikacją artykułu na łamach międzynarodowego czasopisma "Universal Journal of Accounting and Finance". Z kolei wyniki badania nad zróżnicowaniem zależności między rentownością i strukturą kapitału w tych samych przekrojach były przedmiotem prezentacji na konferencji międzynarodowej w Singapurze (World Banking and Finance Symposium, 2014).

W opozycji do większości publikacji dotyczących struktury kapitału, w których badacze dążą do weryfikacji czynników tejże struktury, jeden z podejmowanych przeze mnie problemów badawczych sformułowałam w sposób odwrotny. Przyjmując za punkt wyjścia hipotezę teorii hierarchii źródeł finansowania, postanowiłam zweryfikować kwestię, czy struktura kapitału sama w sobie stanowi czynnik wpływający na innego rodzaju decyzje finansowe przedsiębiorstw – z zakresu zarządzania kapitałem pracującym. W roku 2014 wyniki tego opracowania przedstawiłam na konferencji międzynarodowej w Elenite (Bulgaria) pod auspicjami International Scientific Events, zaś artykuł został opublikowany w wersji elektronicznej w "Journal of International Scientific Publications: Economy and Business". W skład nurtu badawczego określonego jako struktura kapitału przedsiębiorstw zaliczam następujące publikacje wykazane w załączniku 4, p. II.B: 30, 40, 41, 44, 45, 49, 50, 52, 54.

Podsumowując powyższą charakterystykę działalności naukowej w podziale na nurty badawcze, których syntezę przedstawia Tabela 3, można stwierdzić, że czynnikiem łączącym większość podejmowanych przeze mnie badań było poszukiwanie przyczyn zróżnicowania wielocechowych obiektów. Dążenie do ich uporządkowania według określonych kryteriów, czyli klasyfikację, traktuję jako główną drogę poznawania skomplikowanej i wielowymiarowej

rzeczywistości, odnajdywania w niej prawidłowości i przekładania ich na lepsze pojmowanie występujących w niej zależności.

Tabela 3. Główne nurty badawcze w działalności naukowej

Obszar badań (liczba publikacji)	Okres największej aktywności	Szczegółowe problemy badawcze
1. Integracja europejska (7)	2004–2008	– wpływ procesu rozszerzenia Unii Europejskiej na stopień konwergencji ekonomicznej gospodarek krajów członkowskich; – ocena ekonomiczna nowych państw członkowskich i kandydujących do UE; – analiza rynku pracy w krajach UE; – przemiany strukturalne w przemyśle Polski pod wpływem integracji; – finanse publiczne krajów UE; – wpływ procesu integracji europejskiej na międzysektorowe zróżnicowanie wskaźników finansowych przedsiębiorstw
2. Rynki kapitałowe (10)	2007–2010	– ocena Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle Europy i świata; – wielowymiarowa analiza porównawcza giełd papierów wartościowych w Europie i na świecie; – przemiany na rynkach kapitałowych krajów Unii Europejskiej; – konwergencja rynków kapitałowych na giełdach europejskich; – wpływ integracji europejskiej na zróżnicowanie rynków kapitałowych; – wpływ czynników krajowych i sektorowych na rynkowe stopy zwrotu
3. Kondycja finansowa przedsiębiorstw (29)	2007–2016	– problemy interpretacji i pomiaru kondycji finansowej przedsiębiorstwa; – efekt sektorowy i efekt kraju w kondycji finansowej przedsiębiorstw w krajach UE; – wpływ efektu sektora na płynność spółek giełdowych w Polsce; – efekt sektora w przychodach przedsiębiorstw; – analiza koncentracji przedsiębiorstw w sektorach gospodarczych w krajach UE; – czynniki kształtujące rentowność przedsiębiorstw w krajach UE; – czynniki kształtujące płynność przedsiębiorstw w krajach UE; – wpływ integracji europejskiej na międzynarodowe i międzysektorowe zróżnicowanie kondycji finansowej przedsiębiorstw w krajach UE; – ocena relatywnej ważności efektu kraju, sektora i wielkości przedsiębiorstwa w kondycji finansowej przedsiębiorstw; – determinanty zarządzania kapitałem pracującym
4. Struktura kapitału (9)	2009–2016	– pomiar i interpretacja struktury kapitału; – międzynarodowe i międzysektorowe zróżnicowanie struktury kapitału przedsiębiorstw w wybranych krajach Unii Europejskiej; – wieloprzekrojowa analiza relacji między strukturą aktywów i strukturą kapitału; – wieloprzekrojowa analiza wpływu rentowności na strukturę kapitału; – ocena relatywnej ważności efektu kraju, sektora i wielkości przedsiębiorstwa w strukturze kapitału; – strategie finansowania i strategie kapitału pracującego przedsiębiorstw; – wpływ wielkości przedsiębiorstwa na relatywną ważność efektu kraju i sektora w strukturze kapitału; – struktura kapitału jako czynnik kształtujący zarządzanie kapitałem pracującym

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 4 przedstawiam wykaz publikacji zaliczanych do poszczególnych nurtów w działalności naukowej oznaczonych symbolami zastosowanymi w załączniku 4.

Tabela 4. Wykaz publikacji w poszczególnych nurtach

Obszar badań	Publikacje wchodzące w skład nurtu
1. Integracja europejska	II.B.1, II.B.2, II.B.7, II.B.8, II.B.13, II.B.21, II.B.22
2. Rynki kapitałowe	II.B.12, II.B.14, II.B.15, II.B.16, II.B.17, II.B.18, II.B.20, II.B.23, II.B.25, II.B.33
3. Kondycja finansowa przedsiębiorstw	II.B.3, II.B.4, II.B.5, II.B.6, II.B.9, II.B.10, II.B.11, II.B.19, II.B.24, II.B.26, II.B.27, II.B.28, II.B.29, II.B.31, II.B.32, II.B.34, II.B.35, II.B.36, II.B.37, II.B.38, II.B.39, II.B.42, II.B.43, II.B.46, II.B.47, II.B.48, II.B.51, II.B.53, II.B.55
4. Struktura kapitału	II.B.30, II.B.40, II.B.41, II.B.44, II.B.45, II.B.49, II.B.50, II.B.52, II.B.54

Źródło: opracowanie własne.

5.4. Udział w projektach badawczych

W okresie po uzyskaniu stopnia doktora nauk ekonomicznych zrealizowałam łącznie pięć indywidualnych grantów badawczych:

- 1) BW/759/GU/2007
- 2) BW/876/GU/2008
- 3) BW/1016/GU/2009
- 4) BW 2520-5-0288-0
- 5) UMO-2013/09/B/HS4/01936.

Pierwsze trzy z nich realizowane były w czasie zatrudnienia na Akademii Morskiej w Gdyni, zaś dwa pozostałe na Uniwersytecie Gdańskim. Szczegółowy wykaz tematów realizowanych projektów wraz z okresem ich realizacji, źródłem finansowania i charakterem mojego udziału, znajduje się w załączniku 4 (Tabela II.G.1).

5.5. Nagrody

W omawianym okresie zostałam kilkakrotnie uhonorowana Nagrodą Rektora. W 2008 roku otrzymałam indywidualną nagrodę Rektora Akademii Morskiej w Gdyni za osiągnięcia dydaktyczno-naukowe. W 2009 roku zostałam odznaczona nagrodą Rektora Akademii Morskiej w Gdyni stopnia I w uznaniu wyróżniających osiągnięć naukowo-badawczych, za wdrożenia wyników badań do praktyki, rozwój kadry naukowej i osiągnięcia dydaktyczne.

Moje osiągnięcia naukowe zostały również docenione na arenie międzynarodowej; w 2015 r. zostałam uhonorowana nagrodą za najlepszy artykuł (*Best Paper Award*) przyznaną przez Międzynarodowe Stowarzyszenie Rozwoju Zarządzania (IMDA – International

Management Development Association) na międzynarodowej konferencji naukowej 24th World Business Congress. Nagrodzony artykuł to: Julia Koralun-Bereźnicka, *Is there a trade-off between operational and financial risk? Findings from the EU countries*, „Regional and International Competitiveness: Defining National and Governmental Drivers of Productivity, Efficiency, Growth and Profitability” nr 24, 2015, s. 56–64.

W okresie przed uzyskaniem stopnia naukowego doktora jako studentka otrzymałam Nagrodę Rektora I stopnia za szczególne wyniki w nauce uzyskane w Uniwersytecie Gdańskim w roku akademickim 1998/99, zaś w 2004 roku – indywidualną nagrodę Rektora stopnia II w uznaniu wyróżniających osiągnięć zawodowych w 2003 roku.

6. Opis działalności organizacyjnej, dydaktycznej i popularyzatorskiej

6.1. Działalność organizacyjna

Po uzyskaniu stopnia doktora, w Akademii Morskiej objęłam opiekę nad specjalnością Rachunkowość i Finanse w ramach programu „Rozwijaj Żagle Akademio” finansowanego ze środków Unii Europejskiej. W ramach pełnienia tej funkcji byłam m.in. odpowiedzialna za koordynację programów nauczania przedmiotów prowadzonych na tejże specjalności. Jestem też autorką kilku z nich (m.in. finanse sektora publicznego, ocena przedsięwzięć inwestycyjnych, struktura i koszt kapitału).

Ponadto powierzano mi organizację czasu i opiekę nad zagranicznymi studentami i nauczycielami akademickimi wielokrotnie goszczącymi w Akademii Morskiej i na Uniwersytecie Gdańskim w ramach programu Erasmus. Przy okazji takich wizyt często wygłaszałam również wykład okolicznościowy.

Brałam również udział w organizacji dwóch konferencji naukowych prowadzonych przez Katedrę Finansów Przedsiębiorstw Wydziału Zarządzania UG, których wykaz znajduje się w załączniku 4. Obecnie pełnię funkcję sekretarza międzynarodowej konferencji zatytułowanej Corporate Governance and Finance, organizowanej przez Katedrę Finansów Przedsiębiorstw Wydziału Zarządzania UG, która odbędzie się w maju 2017 r.

Z racji biegłej znajomości języka angielskiego, zajmowałam się także doraźnie pracami tłumaczeniowymi na potrzeby zarówno Katedry Ekonomii i Zarządzania Akademii Morskiej, jak i Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.

W 2016 r. na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego byłam członkiem komisji oceniającej studentów ubiegających się o wyjazd na stypendium zagraniczne w ramach programu Erasmus. Moim zadaniem w ramach tego członkostwa było prowadzenie rozmów

kwalifikacyjnych z aplikantami oraz ocena ich kompetencji językowych i umiejętności komunikacyjnych.

Obecnie prowadzę działania zmierzające do uruchomienia Studium Podyplomowego „Nadzór Korporacyjny” na Wydziale Zarządzania UG. W tym celu zaktualizowałam ofertę programową studiów oraz jestem w trakcie opracowywania bazy danych adresatów będących potencjalnymi uczestnikami studium.

6.2. Działalność dydaktyczno-popularyzatorska

W okresie zatrudnienia na Akademii Morskiej i Uniwersytecie Gdańskim, a także w Wyższej Szkole Zarządzania w Gdańsku prowadziłam łącznie 17 przedmiotów, zarówno na studiach licencjackich, jak i magisterskich, prowadzonych w trybie stacjonarnym i (lub) niestacjonarnym. Szczegółowy wykaz prowadzonych przedmiotów znajduje się w załączniku 4 do wniosku o wszczęcie postępowania habilitacyjnego (Tabela I.1.). Obecnie moja działalność dydaktyczna obejmuje głównie wykłady i (lub) ćwiczenia z takich przedmiotów jak: finanse przedsiębiorstw i analiza finansowa. Prowadzę również seminaria magisterskie i licencjackie. Liczbę studentów, którzy pod moją opieką promotorską uzyskali tytuł licencjata i (lub) magistra szacuję na kilkadziesiąt osób w każdej z dwóch kategorii.

Niemal w każdym roku akademickim po uzyskaniu stopnia naukowego doktora prowadziłam wykład do wyboru w języku angielskim z jednego z dwóch przedmiotów: Fundamentals of Corporate Finance bądź Corporate Failures – Reasons, Prediction and Prevention. Zakres wykładu dotyczącego przyczyn upadłości przedsiębiorstw, ich prognozowania i metod zapobiegania, jest w całości moją autorską propozycją.

Efektem poszukiwań możliwości doskonalenia metod przekazu wiedzy z zakresu finansów przedsiębiorstw była publikacja samodzielnie opracowanego podręcznika pt. „Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Podstawy teoretyczne, przykłady, zadania”, wydane nakładem Wydawnictwa Akademii Morskiej w Gdyni w 2008 r.

Brałam również udział w wieloautorskiej monografii międzyuczelnianej („Wycena przedsiębiorstw”, Texter, Warszawa 2015) jako autor rozdziału pt. „Mieszane metody wyceny przedsiębiorstw. Metody majątkowo-dochodowe”, s. 119–142. Opracowany przeze mnie fragment ma charakter dydaktyczno-popularyzatorski; zawiera przegląd stanu wiedzy w omawianym obszarze, uporządkowanie materiału oraz wskazanie aspektów praktycznych prezentowanych zagadnień.

Jestem również współautorką rozdziału w monografii pt. „Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie”. Opracowany przeze mnie podrozdział 6.3. („Majątek obrotowy przedsiębiorstwa i jego analiza”, s. 232–252) ma charakter dydaktyczny.

Wielokrotnie brałam również udział w wyjazdach do partnerskich uczelni (Hochschule Bremerhaven, Universidad de la Coruna, Universita' Degli Studi Di Perugia, Cork Institute of Technology, Instituto Plitecnico de Porto) w ramach programu Erasmus, gdzie prowadziłam cykl wykładów pt. Reasons for corporate failures. Kolejna tego typu wizyta – do Lisbon Accounting and Business School w Instituto Politecnico de Lisboa – zaplanowana jest na kwiecień 2017.

W 2016 r. zaangażowałam się w projekt Ekonomicznego Uniwersytetu Dziecięcego pod patronatem Narodowego Banku Polskiego, w ramach którego prowadziłam wykład i warsztaty na temat roli banku w gospodarce. Udział w tym przedsięwzięciu stanowił dla mnie cenne doświadczenie wzbogacające umiejętności przekazu wiedzy i motywujące do kreatywnego uatrakcyjnienia formy prowadzenia zajęć.

W listopadzie 2016 r. brałam udział w międzywydziałowych warsztatach z zakresu tutoringu, prowadzonych przez Uniwersytet Gdański. Aktywność tego rodzaju uważam za ciekawy sposób pozyskiwania wiedzy i staram się wdrażać ją na własnych zajęciach.

7. Bibliografia

- Altinkilic O., Hansen R. S., 2000, *Are There Economies of Scale in Underwriting Fees? Evidence of Rising External Financing Costs*, „Review of Financial Studies” t. 13, nr 1.
- Angelo de H., Masulis R. W., 1980, *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation*, „Journal of Financial Economics” t. 8, nr 1.
- Baca S., Garbe B., Weiss R., 2000, *The rise of sector effects in major equity markets*, „Financial Analysts Journal” t. 56, nr 5.
- Bancel F., Mittoo U. R., 2004, *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, „Financial Management” t. 33, nr 4.
- Beckers S., Connor G., Curds R., 1996, *National versus Global Influences on Equity Returns*, „Financial Analysts Journal” t. 52, nr 2.
- Beckers S., Grinold S., Rudd A., Stefek D., 1992, *The relative importance of common factors across the European equity markets*, „Journal of Banking and Finance” t. 16, nr 1.
- Bevan A. A., Danbolt J., 2000, *Dynamics in the Determinants of Capital Structure in the UK*, Capital Structure Dynamics Working Paper 2000/9, <http://ssrn.com/abstract=233551> (dostęp: 18.4.2012).
- Boillat P., Skowronsky N. de, Tuchschnid N., 2002, *Cluster analysis: application to sector indices and empirical validation*, „Financial Markets and Portfolio Management” t. 16, nr 4.
- Booth L., Aivazian V., Demirguç-Kunt A., Maksimovic V., 2001, *Capital structure in developing countries*, „Journal of Finance” t. 56, nr 1.
- Brock G., Pihur V., Datta S., Datta S., 2008, *cIValid: An R Package for Cluster Validation*, „Journal of Statistical Software” t. 25, nr 4.
- Brooks R., Del Negro M., 2004, *The rise in comovement across national stock markets: market integration or IT bubble?*, „Journal of Empirical Finance” t. 11, nr 5.
- Brounen D., De Jong A., Koedijk K., 2006, *Capital structure policies in Europe: survey evidence*, „Journal of Banking and Finance” t. 30, nr 9.

- Carmone Jr. F. J., Kara A., Maxwell S., 1999, *HINoV: A New Model to Improve Market Segment Definition by Identifying Noisy Variables*, „Journal of Marketing Research” t. 36, nr 4.
- Cavaglia S., Brightman C., Aked M., 2000, *The increasing importance of industry factors*, „Financial Analysts Journal” t. 56, nr 5.
- Cinca C. S., Molinero C. M., Larraz J. L., 2005, *Country and size effects in financial ratios: A European perspective*, „Global Finance Journal” t. 16, nr 1.
- Datta S., Datta S., 2003, *Comparisons and Validation of Statistical Clustering Techniques for Microarray Gene Expression Data*, „Bioinformatics” t. 19, nr 4.
- Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V., 1999, *Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity*, „Journal of Financial Economics” t. 54, nr 3.
- Drummen M., Zimmermann H., 1992, *The structure of European stock returns*, „Financial Analysts Journal” t. 48, nr 4.
- Dudek A., 2013, *Classification of large data sets. Comparison of Performance of Chosen Algorithms*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica” nr 285.
- Fama E. F., French K. R., 2002, *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt*, „Review of Financial Studies” t. 15, nr 1.
- Fan J. P. H., Twite G. J., Titman S., 2012, *An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” t. 47, nr 1.
- Flavin T. J., 2004, *The effect of the euro on country versus industry portfolio diversification*, „Journal of International Money and Finance” t. 23, nr 7–8.
- Graham J. R., Harvey C., 2001, *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, „Journal of Financial Economics” t. 60, nr 2–3.
- Griffin J. M., Karolyi G. A., 1998, *Another look at the role of the industrial structure of markets for international diversification strategies*, „Journal of Financial Economics” t. 50, nr 3.
- Hall G. C., Hutchinson P. J., Michaelas N., 2004, *Determinants of the Capital Structures of European SMEs*, „Journal of Business Finance and Accounting” t. 31, nr 5–6.
- Harris M., Raviv A., 1991, *The theory of capital structure*, „Journal of Finance” t. 46, nr 1.
- Hatfield G. B., Cheng L. T., Davidson W. N., 1994, *The Determination of Optimal Capital Structure: the Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value*, „Journal Of Financial And Strategic Decisions” t. 7, nr 3.
- Helg R., Manasse P., Monacelli T., Rovelli R., 1995, *How much (a)symmetry in Europe? Evidence from industrial sectors*, „European Economic Review” t. 39, nr 5.
- Heston S. L., Rouwenhorst K. G., 1994, *Does industrial structure explain the benefits of international diversification*, „Journal of Financial Economics” t. 36, nr 1.
- Heston S. L., Rouwenhorst K. G., 1995, *Industry and country effects in international stock returns*, „Journal of Portfolio Management” t. 21, nr 3.
- Jensen N. S., Uhl F. T., 2008, *Capital Structure in European SMEs. An analysis of firm- and country specific variables*, University of Aarhus, [http://pure.au.dk/portal-asb-student/files/3244/Capital Structure in European SMEs.pdf](http://pure.au.dk/portal-asb-student/files/3244/Capital%20Structure%20in%20European%20SMEs.pdf) (dostęp: 03.10.2011).
- Johnson R. A., Wichern D. W., 1998, *Applied Multivariate Statistical Analysis*, Upper Saddle River: Prentice Hall.
- Jong A. de, Nguyen T. T., Kabir R., 2008, *Capital Structure Around the World: The Roles of Firm- and Country-Specific Determinants*, „Journal of Banking and Finance” t. 32, nr 9.
- Kerr M. K., Churchill G. A., 2001, *Bootstrapping Cluster Analysis: Assessing the Reliability of Conclusions from Microarray Experiments*, „Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America” t. 98, nr 16.
- Kuo W., Satchell S. E., 2001, *Global equity styles and industry effects: the pre-eminence of value relative to size*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money” t. 11, nr 1.
- Kurshev A., Strebulaeu I. A., 2008, *Firm Size and Capital Structure*, AFA New Orleans Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=686412> (dostęp: 17.5.2012).
- L’Her J. F., Sy O., Tnani Y., 2002, *Country, industry and risk factor loadings in portfolio management*, „Journal of Portfolio Management”, t. 28, nr 4.
- Leal R. P., Powers T. L., 1997, *A taxonomy of countries based on inventive activity*, „International Marketing Review” t. 14, nr 6.
- Leary M. T., Roberts M.R., 2005, *Do Firms Rebalance Their Capital Structures?*, „Journal of Finance” t. 60, nr 6.
- MacKay P., Phillips G., 2005, *How Does Industry Affect Firm Value*, „Review of Financial Studies” t. 18, nr 4.
- Marsh P., 1982, *The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study*, „Journal of Finance” t. 37, nr 1.
- Martin L. J., 1984, Henderson G. V., *Industry influence on financial structure: A matter of interpretation*, „Review of Business and Economic Research” t. 19, nr 2.
- Meric G., Meric I., 1983, *Industry influence on financial structure under conditions of inflation*, „Financial Review” t. 18, nr 3.

- Michaelas N., Chittenden F., Poutziouris P., 1999, *Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data*, „Small Business Economics” t. 12, nr 2.
- Norton E., 1991, *Factors Affecting Capital Structure Decisions*, „Financial Review” t. 26, nr 3.
- Osteryoung J. S., Pace R. D., Constand R. L., 1995, *An Empirical Investigation into the Size of Small Businesses*, „Journal of Entrepreneurial Finance”, t. 4, nr 1.
- Parsons C., Titman S., 2009, *Empirical Capital Structure: A Review*, „Foundations and Trends in Finance” t. 3, nr 1.
- Prasad S., Green C. J., Murinde V., 2001, *Company Financing, Capital Structure, and Ownership: A Survey, and Implications for Developing Economies*, SUERF – The European Money and Finance Forum, 12, <http://www.sed.manchester.ac.uk/idpm/research/publications/archive/fd/fdwp27.pdf> (dostęp: 29.09.2011).
- Rajan R. G., Zingales L., 1995, *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data*, „Journal of Finance” t. 50, nr 5.
- Roll R., 1992, *Industrial structure and the comparative behavior of international stock market indices*, „Journal of Finance” t. 47, nr 1.
- Rouwenhorst K. G., 1999, *European equity markets and EMU: Are the differences between countries slowly disappearing?*, „Financial Analysts Journal” t. 55, nr 3.
- Schwartz E., Aronson J. R., 1967, *Some Surrogate Evidence in Support of the Concept of Optimal Financial Structure*, „Journal of Finance” t. 22, nr 1.
- Scott D. F., 1972, *Evidence on the Importance of Financial Structure*, „Financial Management” t. 1, nr 2.
- Scott D. F., Martin J.D., 1975, *Industry influence on financial structure*, „Financial Management” t. 4, nr 1.
- Sell C. W., 2005, *The Importance of Country versus Sector Characteristics*, „Managerial Finance” t. 31, nr 1.
- Shumway T. G., 2001, *Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model*, „Journal of Business” t. 74, nr 1.
- Taggart R., 1977, *A Model of Corporate Financing Decisions*, „Journal of Finance” t. 32, nr 5.
- Titman S., 1984, *The Effect of Capital Structure on the Firm's Liquidation Decision*, „Journal of Financial Economics” t. 13, nr 1.
- Titman S., Wessels R., 1988, *The Determinants of Capital Structure Choice*, „Journal of Finance” t. 43, nr 1.
- Weiss R. A., 1998, *Global Sector Rotation: New Look at an Old Idea*, „Financial Analysts Journal” t. 54, nr 3.
- Wishart D., 2001, *k-Means Clustering with Outlier Detection, Mixed Variables and Missing Values*, Proceedings of the German Classification Society, http://link.springer.com/chapter/10.1007%2F978-3-642-55721-7_23 (dostęp: 12.9.2010.).
- Yeung K. Y., Haynor D. R., Ruzzo W. L., 2001, *Validating Clustering for Gene Expression Data*, „Bioinformatics” t. 17, nr 4.

