



WPLYNEŁO  
o. M. 2023/1  
podpis

dr hab. Michał Kałdoński, prof. UEP  
Katedra Finansów Przedsiębiorstw  
Instytut Rachunkowości i Zarządzania Finansami  
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Poznań, dnia 27 października 2023 r.

Recenzja rozprawy doktorskiej pana mgra Jakuba Lasoty pod tytułem:  
*Wpływ akcjonariusza państwowego na inwestycje przedsiębiorstw w Unii Europejskiej* przygotowanej pod kierunkiem dr hab. Katarzyny Byrka - Kita, prof. US oraz promotora pomocniczego dra Pawła Witkowskiego

### **1. Aktualność i znaczenie tematyki rozprawy**

Najogólniej rzecz ujmując, zainteresowania badawcze mgra Jakuba Lasoty, których rezultaty opisane zostały w przedstawionej do oceny rozprawie, koncentrują się wokół motywów oraz finansowych konsekwencji obecności państwa w akcjonariacie spółek publicznych. W swoich badaniach Doktorant skupia się na decyzjach inwestycyjnych podejmowanych przez przedsiębiorstwa państwowe (SOE – state owned enterprises) oraz przedsiębiorstwa prywatne (POE – privately owned enterprises). Ingerencja kluczowych akcjonariuszy w procesy inwestycyjne przedsiębiorstw ma różne uwarunkowania, cele i może być realizowana za pomocą różnych instrumentów. Może też być różnie oceniana. W odróżnieniu od akcjonariusza prywatnego, państwo jako akcjonariusz może bowiem w swoich działaniach kierować się poza rachunkiem ekonomicznym, także celami politycznymi lub społecznymi. Wobec braku efektywnego nadzoru właścicielskiego, zarządzający przedsiębiorstwami państwowymi mogą także wykazywać większy aniżeli w przypadku przedsiębiorstw prywatnych konserwyzm i awersję do ryzyka. Wielowątkowość podejmowanych przez pana Jakuba Lasotę w rozprawie zagadnień jest już wystarczającą podstawą, aby z uznaniem patrzeć na przedstawioną do oceny dysertację.

Skala zainteresowania środowiska akademickiego problematyką przedsiębiorstw państwowych w ostatnich latach ciągle rośnie i jest powiązana z systematycznie przybierającym na znaczeniu zjawiskiem kapitalizmu państwowego (state capitalism). Nie ma dziś czasopisma z zakresu ekonomii i finansów, w którym w tytułach opublikowanych prac (lub przynajmniej w spisie słów kluczowych) nie pojawiałyby się takie sformułowania, jak „własność państwowa” (state ownership), czy „przedsiębiorstwa państwowe” (SOE). Warto jednocześnie podkreślić, że problematyka rozprawy sensu largo nie jest obca także polskiej literaturze przedmiotu. Prace badawcze z tego obszaru prowadzone są w większości ośrodków akademickich w Polsce, a ich rezultaty ogłaszane są zarówno w postaci artykułów, jak również monografii.

Coraz większe zainteresowanie wspomnianym zagadnieniem wykazuje także praktyka gospodarcza. Jak wskazuje Bank Światowy przez ostatnie dwie dekady na rynkach rozwiniętych i wschodzących przeciętnie było notowanych ok. 1300 SOE [World Bank, 2021]. Z kolei, raporty takie jak cytowany w pracy raport The Economist (2022), wskazują na znaczący wzrost aktywów kontrolowanych przez państwo. Najnowsze badania OECD dotyczące struktury własności spółek publicznych potwierdzają, że na koniec 2020 r. w posiadaniu szeroko rozumianego sektora publicznego (ministerstwa, wehikuly inwestycyjne kontrolowane przez państwo; publiczne fundusze emerytalne oraz narodowe fundusze majątkowe) znajdowało się ponad 10% globalnej kapitalizacji rynkowej [OECD, 2022]. Z perspektywy akcjonariuszy niepaństwowych, sprawowanie przez państwo kontroli nad spółką niesie za sobą potencjalne zagrożenia w postaci tzw. prywatnych korzyści z kontroli związanych z realizacją celów politycznych. Jednocześnie obecność państwa może być źródłem korzyści związanych ze zjawiskiem tzw. miękkich ograniczeń budżetowych (soft budget constraints). Nie tylko w gronie organizacji międzynarodowych, ale także wśród niepaństwowych akcjonariuszy spółek publicznych rośnie świadomość motywów i konsekwencji działań państwa jako akcjonariusza sprawującego kontrolę.

Zagadnienie wpływu akcjonariusza państwowego na inwestycje przedsiębiorstw było już podejmowane przez badaczy zarówno w ujęciu teoretycznym, jak również empirycznym. W zdecydowanej większości prac empirycznych przeprowadzone analizy dotyczyły jednak rynku chińskiego. Badania dotyczące państw Unii Europejskiej nie są zbyt liczne, co więcej w odniesieniu do państw członkowskich z Europy Środkowo-Wschodniej w zasadzie ich brak. Doktorant trafnie dostrzegł tę lukę badawczą i podjął – w mojej ocenie udaną – próbę jej wypełnienia.

Reasumując, wybór tematu rozprawy przygotowanej przez mgra Jakuba Lasotę uważam za trafny, interesujący i cenny poznawczo, świadczy on także o dobrym rozeznaniu Doktoranta w aktualnych nurtach badawczych z zakresu ekonomii i finansów.

## **2. Ocena celu, hipotez, struktury rozprawy oraz przeglądu literatury**

Recenzowana rozprawa doktorska jest próbą udzielenia odpowiedzi na pytanie, czy w przypadku przedsiębiorstw zlokalizowanych na terenie Unii Europejskiej występują różnice między SOE i POE w zakresie poziomu stopy inwestycji i jej determinant? Osiągnięcie tak określonego celu głównego rozprawy ma umożliwić realizacja pięciu celów pomocniczych: 1) Określenie sposobu pomiaru zmiennej zależnej (stopy inwestycji); 2) Identyfikacja kluczowych determinant inwestycji oraz określenie sposobu ich pomiaru; 3) Identyfikacja potencjalnych różnic między akcjonariuszem państwowym i prywatnym w zakresie celów i motywów podejmowania decyzji inwestycyjnych; 4) Określenie kryteriów klasyfikacji przedsiębiorstw na państwowe (SOE) i prywatne (POE); 5) Porównanie różnic między SOE i

POE w zakresie stopy inwestycji i jej związków z możliwościami wzrostu oraz ograniczeniami finansowymi.

Pozytywnie oceniam sformułowane przez Doktoranta cel główny oraz cele cząstkowe. Są one klarowne i spójne oraz dobrze opisują logikę procesu badawczego. Już tym miejscu, chciałbym podkreślić, że w mojej opinii Doktorantowi zasadniczo udało się zrealizować założone cele badawcze.

W rozprawie postawione zostały także trzy hipotezy główne oraz sześć hipotez pomocniczych. Pierwsza hipoteza główna w zasadzie pokrywa się z celem głównym pracy, z kolei pozostałe hipotezy główne (druga i trzecia) – w mojej ocenie – są niczym innym jak swoistym uzupełnieniem pierwszej hipotezy głównej. Jeżeli chodzi o hipotezy pomocnicze to odnoszą się one do hipotezy trzeciej i stanowią jej rozwinięcie w kontekście różnych sposobów pomiaru ograniczeń finansowych. Przyjęte przez Doktoranta rozwiązanie, skłania mnie do poddania pod dyskusję następującej kwestii: czy konieczne jest stawianie hipotez pomocniczych zróżnicowanych ze względu na sposób pomiaru ograniczeń finansowych. Osobiście jestem zdania, że w przypadku recenzowanej rozprawy ograniczenie się do hipotez głównych nie stanowiłoby uszczerbku dla logiki wyводу czy szerzej – dla poprawności procesu badawczego. Mam jednocześnie świadomość, że badacze wywodzący się z różnych szkół mogą mieć odmienny pogląd w tym zakresie.

Przedłożona do oceny praca liczy łącznie 182 strony, z tego właściwy tekst zawiera się na ok. 150 stronach. Tytuł rozprawy dość dobrze oddaje istotę rozważań w niej zawartych. Praca podzielona jest na 4 rozdziały, zawiera wstęp, podsumowanie, załączniki, bibliografię, spisy tabel i schematów oraz streszczenie w języku angielskim. Struktura pracy jest klarowna i podporządkowana realizacji celu pracy.

Rozdziały pierwszy i drugi poświęcono obszernemu wprowadzeniu do własnego badania empirycznego. Rozdział trzeci ma charakter metodyczno-empiryczny. Z kolei rozdział czwarty to raport z własnego badania.

Rozdział pierwszy zawiera wyniki przeglądu literatury związanej z inwestycjami przedsiębiorstw oraz ich determinantami i uwarunkowaniami. W poszczególnych częściach rozdziału przeprowadzona została dyskusja nad pojęciem inwestycji oraz sposobem ich pomiaru, zidentyfikowano i omówiono ramy teoretyczne dla decyzji inwestycyjnych podejmowanych w spółkach oraz dokonano przeglądu wyników najważniejszych prac empirycznych w tym zakresie.

Rozważania rozdziału drugiego rozpoczyna charakterystyka zjawiska kapitalizmu państwowego. Kluczowy fragment tego rozdziału stanowią rozważania nad różnicami między akcjonariuszem państwowym i prywatnym w zakresie celów i motywów podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Szczególny nacisk położony został tutaj na teorię agencji oraz



zjawisko miękkich ograniczeń finansowych. Rozdział kończy kwerenda wyników prac empirycznych dotyczących różnic między SOE i POE w zakresie związku stopy inwestycji z możliwościami wzrostu oraz ograniczeniami finansowymi.

Rozdział trzeci to próba połączenia warstwy metodycznej z warstwą empiryczną. Zawartość pierwszej części rozdziału trzeciego to przede wszystkim wyprowadzenie hipotez, opis procedury doboru próby badawczej oraz jej charakterystyka. Zasadnicza część rozdziału zawiera założenia metodyczne obejmujące definicje zmiennych wykorzystywanych w badaniu empirycznym oraz uzasadnienie konstrukcji modeli ekonometrycznych oraz wybór metody ich estymacji.

Zwieńczenie pracy stanowi rozdział czwarty, w którym Doktorant opisuje przebieg oraz rezultaty procesu estymacji modeli regresji, które są ukierunkowane na weryfikację wcześniej postawionych hipotez.

Praca oparta jest na dość dobrym przeglądzie literatury. Można odnieść wrażenie, że Doktorant chciał przeczytać „prawie wszystko, co należało przeczytać”. Szczególnie wartościowe są fragmenty pracy poświęcone uwarunkowaniom i determinantom inwestycji w spółkach państwowych i prywatnych. Analiza wyników dokonanego przeglądu publikacji daje podstawy, by twierdzić, że Autor rozprawy dobrze orientuje się w dokonaniach światowej społeczności zajmującej się tematyką akcjonariatu państwowego. Chcąc zachować obiektywizm, jednocześnie muszę stwierdzić, że Doktorant miał pewien problem z selekcją źródeł. Spis bibliografii ma 9 stron i obejmuje prawie 220 pozycji literaturowych. To oczywiście świadczy o dobrym odczytaniu Doktoranta, ale nadal łatwo znaleźć teksty pominięte w tym spisie. Na przykład nie ma tu stosunkowo niedawno opublikowanej monografii polskich autorów, który traktuje o „fenomenie” przedsiębiorstw państwowych w gospodarce globalnej [Bałtowski i Kwiatkowski, 2022]. Nie znalazłem także odniesienia do prac łączących strukturę własności oraz nadzór korporacyjny z inwestycjami spółek z Europy Środkowej i Wschodniej oraz z państw tzw. starej Unii Europejskiej, takich jak np. badania Mueller i Peev. [2007]. Brakuje także nawiązania do najnowszych publikacji z zakresu struktury własności i kontroli na świecie, np. Aminadav i Papaioannou, [2020].

### **3. Ogólna ocena głównego osiągnięcia rozprawy**

Jak wynika z poprzedniej części recenzji, główne dokonanie tego doktoratu zostało przedstawione w rozdziale trzecim i czwartym. Pozwolę sobie powtórzyć wniosek, który sformułowałem w początkowych fragmentach recenzji, że Doktorantowi udało się osiągnąć zasadniczy cel rozprawy polegający na ustaleniu, czy w przypadku przedsiębiorstw zlokalizowanych na terenie Unii Europejskiej występują różnice między SOE i POE w zakresie poziomu stopy inwestycji i jej determinant.

M4



Punktem wyjścia do rozważań Doktoranta jest rozdzielenie własności od zarządzania i związane z tym problemy agencji, które dotyczą zarówno spółek prywatnych jak i państwowych, w szczególności tych które są notowane na giełdzie. Kluczowy wydaje się tu podział na różne grupy interesów, których relacje charakteryzują się rozbieżnością celów i nierównym dostępem do informacji. To właśnie te dwie kwestie w połączeniu ze zjawiskiem ograniczeń finansowych oraz teorią miękkich ograniczeń budżetowych stanowią trzon rozważań teoretycznych i prowadzonych analiz empirycznych. Formułowane na ich podstawie szczegółowe hipotezy są przede wszystkim dobrze zakotwiczone w teorii finansów, jednocześnie nawiązują do bardziej ogólnych koncepcji wywodzących się z teorii ekonomii. W mojej ocenie wybór ram teoretycznych jest zbieżny z istniejącym stanem wiedzy i należy go uznać za trafiony. Dość rzec, że badania empiryczne prowadzone przez Doktoranta oparte są na solidnych podstawach teoretycznych.

Koncepcja badań empirycznych Doktoranta sprowadza się do sprawdzenia: 1) Czy występują istotne statystycznie różnice w przeciętnych stopach inwestycji między SOE i POE?; 2) Czy stopa inwestycji SOE w mniejszym stopniu zależy od możliwości wzrostu, mierzonych wskaźnikiem Q Tobina, niż stopa inwestycji POE oraz 3) czy wybrane miary ograniczeń finansowych moderują różnice pomiędzy stopami inwestycji SOE i POE? Nie mam większych wątpliwości, że poszczególnym pytaniom badawczym przyświeca określona myśl przewodnia. Badania empiryczne zostały w mojej ocenie zaplanowane w sposób właściwy, umożliwiając realizację zasadniczych zamierzeń Doktoranta.

Podstawową metodą badawczą stosowaną przez Doktoranta jest metoda analizy danych panelowych. Badania empiryczne prowadzone są na próbie niefinansowych spółek notowanych na zorganizowanych rynkach giełdowych z siedzibą w jednym z 27 krajów Unii Europejskiej. Zakres czasowy badań obejmuje lata 2014–2021. Dane finansowe oraz informacje dotyczące struktury własności pozyskano z bazy BVD Orbis. Do wyjściowej próby badawczej, wykorzystywanej głównie w ramach analizy opisowej, zakwalifikowano 1 799 spółek (11 797 obserwacji) z 26 sektorów przemysłowych. Zasadnicze badania podporządkowane weryfikacji hipotez przeprowadzone zostały na dopasowanej próbie przedsiębiorstw państwowych i prywatnych. W wyniku przeprowadzonej procedury dopasowania, do 105 SOE (747 obserwacji) dopasowano 100 POE (701 obserwacji). Dla tak wyodrębnionej próby oszacowane zostały modele regresji dla danych panelowych z efektami losowymi. Na potrzeby estymacji modeli najpierw zidentyfikowano, a następnie skwantyfikowano łącznie piętnaście zmiennych, w tym cztery warianty zmiennej zależnej i jedenaście zmiennych objaśniających.

Dobór próby badawczej, zmiennych oraz modeli regresyjnych oceniam jako właściwy. Wynika on ze stawianych pytań i hipotez badawczych oraz jest determinowany przez charakter dostępnych danych. Estymowane modele regresji są dobrze zakorzenione w teorii i w praktyce mikroekonometrii finansowej i – podobnie jak baza BVD Orbis - są wykorzystywane przez badaczy zajmujących się ocenianą tematyką.

Mi



łącznie na potrzeby rozprawy oszacowano ok. 100 modeli regresji, których wyniki dały podstawy do odrzucenia wszystkich trzech postawionych w rozprawie hipotez. Oznacza to, że w badanej próbie nie znaleziono istotnych statystycznie różnic między SOE i POE w zakresie poziomu stopy inwestycji, jak również w zakresie związku stopy inwestycji z determinantami inwestycji, które mogą być moderowane przez strukturę właścicielską. Wyniki dotyczące hipotezy pierwszej są zbieżne z ustaleniami innych badaczy zajmujących się spółkami europejskimi, pozostają jednak w sprzeczności z większością prac dotyczących innych rynków dla których stwierdzono, że inwestycje SOE są przeciętnie większe aniżeli inwestycje POE. Rezultaty dotyczące weryfikacji hipotezy drugiej i trzeciej wskazujące na brak istotności statystycznej oczekiwanych zależności także nie są zgodne z istniejącym stanem wiedzy. Uprawnione wydaje się więc stwierdzenie, że wyniki badań empirycznych prowadzonych przez Doktoranta – choć nie wskazują na istotnie statystyczne zależności – stanowią wkład do dyskusji na rolę akcjonariatu państwowego w spółkach publicznych. W kontekście prowadzonych badań, istotność statystyczna uzyskanych wyników bądź jej brak, może wynikać z własności próby badawczej, precyzji pomiaru zmiennych czy dominującego modelu kapitalizmu państwowego. Bardzo ciekawą dyskusję na ten temat można znaleźć w zakończeniu ocenianej dysertacji. Wyjaśnienia Doktoranta dotyczące możliwych przyczyn nieistotności uzyskanych wyników wydają się dość przekonujące. Co więcej, w moim przekonaniu zarysowują one kierunki dalszych badań i są inspirujące dla kolejnych badaczy.

#### **4. Uwagi krytyczne, postulaty i sugestie dotyczące procedury badawczej**

Rola recenzenta każe dzielić się wątpliwościami, zgłaszać zastrzeżenia i formułować postulaty umożliwiające podniesienie wartości uzyskanych rezultatów na jeszcze wyższy poziom. Poniżej pozwoliłem sobie na zamieszczenie kilku uwag, które mają być przede wszystkim zachętą do kontynuacji badań i nie zmieniają mojej pozytywnej całościowej oceny pracy.

##### Empiryczna definicja przedsiębiorstwa państwowego i prywatnego

Stosowane w literaturze przedmiotu empiryczne definicje przedsiębiorstwa państwowego nie są jednolite. Doktorant ma tego pełną świadomość, o czym świadczą jego rozważania opisane na str. 85 rozprawy. Badacze zajmujący się problematyką akcjonariatu państwowego wykorzystują zarówno zmienne ciągłe opisujące udział akcjonariusza państwowego w strukturze własności, jak również zmienne binarne opisujące zakres sprawowanej przez państwo kontroli nad firmą (zazwyczaj odwołują się one do określonego progu udziału w głosach lub w kapitale).

W recenzowanej rozprawie SOE to przedsiębiorstwo, w którym akcjonariusz państwowy posiada co najmniej 5% udziałów w akcjonariacie (sic!). Pozostałe spółki traktowane są jako przedsiębiorstwa prywatne (POE). Zmienna SOE jest zmienną binarną. Tak przyjętą definicję Doktorant uzasadnia nawiązując do innych badań o podobnym zasięgu geograficznym próby

Mm

badawczej tj. Jaslowitzer i in. [2018]. Co więcej, wg Autora argumentem na rzecz progu 5% ma być fakt „...że w Europie spółki publiczne cechują się relatywnie wysokim poziomem rozproszenia akcjonariatu”. Warto w tym miejscu jednocześnie zauważyć, że nie jest do końca jasne czy Autor rozprawy ma na myśli udział w kapitale czy udział w głosach, co więcej brakuje także wyjaśnienia empirycznej definicji akcjonariusza państwowego.

Z perspektywy prowadzonych badań problem definicji akcjonariusza państwowego i SOE wydaje się kluczowy. W najszerszej definicji akcjonariat państwowy może bowiem obejmować zaangażowanie całego sektora publicznego [OECD; 2022], w tym także publicznych funduszy emerytalnych (public pension funds - PPF) oraz narodowych funduszy majątkowych (sovereign wealth funds - SWF), które przez wielu badaczy zaliczane są do grupy inwestorów instytucjonalnych. Jednocześnie istniejące badania dość jednoznacznie wskazują, że znaczne pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu wspomnianych instytucji sprawiają, że dość często stają one na straży interesów inwestorów mniejszościowych. Wobec powyższego ich oddziaływanie na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwach może mieć zupełnie inny cel aniżeli motywacje reprezentantów szeroko rozumianej władzy publicznej.

Przyjęty przez Doktoranta 5% próg udziału w akcjonariacie powoduje, że zidentyfikowana grupa przedsiębiorstw państwowych jest mocno zróżnicowana. W tej grupie znajdują się bowiem podmioty w których państwo jest akcjonariuszem dominującym (tzw. majority shareholder), akcjonariuszem sprawującym tzw. kontrolę mniejszościową (tzw. minority controlling shareholder) oraz posiadaczem znacznego pakietu akcji (tzw. blockholder). Zgodnie z zestawieniem 3.4, ok 35% obserwacji stanowią spółki z większościowym udziałem państwa, z kolei prawie 20% obserwacji dotyczy spółek, w których udział państwa nie przekracza 10%. W mojej opinii, motywacje i możliwości w zakresie bezpośredniego i pośredniego wpływu państwa na kierunki alokacji kapitału, a co za tym idzie decyzje inwestycyjne spółek, determinowane są zakresem sprawowanej przez akcjonariusza państwowego kontroli. Wydaje się również, iż takie rozumowanie towarzyszy także badaniom do których odwołuje się Doktorant argumentując swój wybór empirycznej definicji SOE. W odróżnieniu od Doktoranta, Jaslowitzer i in. [2018] uwzględniają jednak zakres kontroli, czyniąc to w dwojaki sposób: 1) pośrednio - stosując jako podstawową zmienną objaśnianą zmienną ciągłą (obciążoną od dołu na poziomie 5%) reprezentującą udział państwa (z wyłączeniem PPF oraz SWF) w akcjonariacie, 2) bezpośrednio – zastępując w ramach testów odporności zmienną ciągłą zmiennymi binarnymi reprezentującymi odpowiednio udział państwa w akcjonariacie na poziomie 10% i 20%.

Rozumiem intencje Doktoranta, który dokonując klasyfikacji spółek publicznych na państwowe i prywatne, kieruje się przede wszystkim potrzebą zapewnienia porównywalności uzyskanych wyników z rezultatami prac innych badaczy. Jednocześnie nie mogę przyjąć argumentu nawiązującego do stopnia rozproszenia akcjonariatu. 38 – procentowy odsetek



spółek posiadających akcjonariusza sprawującego kontrolę, na który powołuje się Autor, wskazuje raczej na wysoki stopień koncentracji własności niż na jej rozproszenie.

Moim zdaniem, w dysertacji powinno znaleźć się bardziej merytoryczne uzasadnienie dla stosunkowo niskiego progu udziału w akcjonariacie. Dla przykładu, współczesne badania nad odrębnością firm państwowych potwierdzają większą adekwatność kryteriów odwołujących się do zakresu kontroli akcjonariusza państwowego nad firmą niż jego udziałem w strukturze własności. Jedną z cech charakteryzujących firmy państwowe jest stosowanie mechanizmów skutkujących powstaniem tzw. klina kontroli. Wykorzystywanie przez państwo takich mechanizmów, jak akcje ze zróżnicowanym prawem głosu (np. złota akcja) czy specjalne uprawnienia korporacyjne związane z prawem do nominowania określonej liczby oraz obsadzania określonych stanowisk w organach spółek, mają charakter powszechny. Jednocześnie wymienione mechanizmy sprawowania kontroli nie zawsze znajdują odzwierciedlenie w publikowanych informacjach dotyczących struktury własności spółek. Fakt ten może przemawiać za zastosowaniem niższego w porównaniu z innymi studiami progu udziału w akcjonariacie, jednakże uzyskane wyniki powinny zostać potwierdzone testami odporności dla progów udziału wykorzystywanych przez innych badaczy.

Uważam, że Doktorant nie wykorzystał potencjału bazy BvD Orbis w zakresie dostępnych w niej informacji dotyczących struktury własności i kontroli spółek. Wśród współczesnych badaczy zajmujących się wspomnianą problematyką [np. Aminadav i Papaioannou, 2020; Lins i in., 2013] istnieje powszechne przekonanie, że w bazie ORBIS dostępne są najbardziej kompletne dane dotyczące udziałowców sprawujących kontrolę nad spółkami. Baza ta obejmuje swoim zakresem prawie cały świat i zawiera m.in. informacje o powiązaniach kapitałowych i osobistych pomiędzy akcjonariuszami. Umożliwia to w miarę precyzyjną identyfikację struktury kontrolnej spółek. Dzięki informacjom na temat globalnych powiązań pomiędzy akcjonariuszami możliwe jest ustalenie, czy spółka posiada tzw. ostatecznego właściciela (ultimate owner). Za ostatecznego właściciela uznawane są podmioty, które bezpośrednio lub za pośrednictwem podmiotów powiązanych kontrolują określony pakiet głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy. Kompleksowy charakter danych zawartych w bazie ORBIS umożliwia identyfikację tożsamości ostatecznego właściciela także w przypadku wielopoziomowych, złożonych struktur kontrolnych.

Już wstępna analiza zasad nadzoru korporacyjnego obowiązujących w poszczególnych krajach objętych badaniami, poparta wynikami prac innych badaczy, daje podstawy do przyjęcia granicznej wartości kontrolnego pakietu głosów w wysokości 25% [Lins i in., 2013] oraz 20% i 10% [Aminadav i Papaioannou, 2020; Gugler i in. 2014], zarówno dla spółek z krajów tzw. „starej” jak również „nowej” UE. Według mojego stanu wiedzy, w ramach rozwiązań przyjętych w bazie ORBIS próg udziału w głosach identyfikujący ostatecznego właściciela może przyjmować jedną z dwóch wartości – 25% lub 50%. Co więcej, w tabeli 3.4 Doktorant podaje statystyki opisowe dla różnych progów udziałów akcjonariusza państwowego. Tym bardziej niezrozumiałe jest dla mnie ograniczenie się w swoich badaniach

M4





tylko do jednej, dość dyskusyjnej w mojej opinii, empirycznej definicji przedsiębiorstwa państwowego. Gdyby Doktorant rozważał publikację swojej dysertacji, sugerowałbym przeprowadzenie testów odporności uzyskanych wyników dla wyższych progów udziału w głosach umożliwiających akcjonariuszowi państwowemu sprawowanie kontroli nad spółką. W moim przekonaniu, dodatkowe testy znacznie zwiększają szanse na publikację w dobrym czasopiśmie.

Odrębną kwestią wartą ponownej refleksji jest przyjęte przez Doktoranta założenie o homogeniczności grupy przedsiębiorstw prywatnych. Uchylenie tego założenia stwarza w moim przekonaniu nowe perspektywy badawcze. Firmy niezakwalifikowane jako firmy państwowe mogłyby zostać przypisane do co najmniej jednej z dwóch grup: spółek kontrolowanych przez akcjonariuszy niepaństwowych lub spółek kontrolowanych przez menedżerów. Pierwsza z grup obejmuje wszystkie podmioty, których tzw. ostatecznym właścicielem są podmioty nieposiadające afiliacji państwa. Pozostałe podmioty można by uznać za spółki o rozproszonej strukturze akcjonariatu, w których faktyczna kontrola sprawowana jest przez menedżerów. Wydaje mi się, że odrębne porównanie SOE z każdym z typów spółek prywatnych jest uzasadnione choćby ze względu na zróżnicowany charakter występujących w nich konfliktów interesów, a co za tym idzie problemów agencji związanych z decyzjami inwestycyjnymi spółek.

#### Procedura dopasowania grupy eksperymentalnej i grupy kontrolnej

Próby dopasowane według cech są dość często wykorzystywanymi przez badaczy metodami redukcji obciążeń wynikających z istnienia tzw. mechanizmów selekcji. Stosując dopasowanie próby, badacz zakłada, że wszystkie istotne różnice między tzw. grupą eksperymentalną (w przypadku recenzowanej rozprawy SOE) oraz grupą kontrolną (tj. POE), można wytłumaczyć w kategoriach obserwowalnych charakterystyk<sup>1</sup>. Innymi słowy, dzięki zapewnieniu podobieństwa jednostek obu grup w ramach określonego zbioru cech (tzw. covariates matching) można w istotnym zakresie zminimalizować obciążenie selekcyjne.

Doceniam dużą świadomość Doktoranta w tym zakresie, który dla każdego SOE próbował znaleźć jego odpowiednika z grupy POE. Proces łączenia odbywał się na podstawie trzech cech opisujących podmioty z obu grup: 1) kraju pochodzenia; 2) przynależności sektorowej oraz 3) skali działalności mierzonej wielkością aktywów. Przy relatywnie stabilnej przynależności poszczególnych przedsiębiorstw do jednej z dwóch grup, łączenie odbywało się na poziomie spółek a nie obserwacji. Podstawowa procedura łączenia grup odbywała się

<sup>1</sup> Posługiwanie się terminologią „grupa eksperymentalna” oraz „grupa kontrolna” może wprowadzać czytelnika dysertacji w błąd, w rozprawie nie ma bowiem mowy o typowym eksperymencie. Osobiście rekomendowałbym używanie takich określeń jak „grupa poddana oddziaływaniu” i „grupa nie objęta oddziaływaniem” lub „grupa zasadnicza” i „grupa dobierana”. Niemniej jednak w recenzji posługuję się oryginalnymi terminami wykorzystywanymi przez Doktoranta.



przy wykorzystaniu metody „najbliższego sąsiada” (NNM), z kolei w ramach testów odporności wykorzystano technikę *propensity score matching* (PSM). W ramach podstawowej procedury łączenia przyjęto, że w przypadku skali działalności maksymalny margines rozbieżności wynosi 10%. Ponadto, w przypadku braku możliwości znalezienia odpowiednika SOE w danym kraju, algorytm szukał podmiotu z grupy kontrolnej w innym kraju. Podobne rozwiązanie miało miejsce w przypadku dopasowywania sektorowego.

Generalnie mam pewną trudność w ocenie tej procedury. W dysertacji nie znalazłem bowiem przekonującej oceny jakości łączenia. Chodzi o to aby sprawdzić, czy w wyniku zastosowania określonej procedury badaczowi udało się uzyskać zbalansowane rozkłady zmiennych włączonych do modelu w grupie eksperymentalnej i grupie kontrolnej. Innymi słowy, należy porównać sytuację sprzed łączenia, z sytuacją uzyskaną w rezultacie zastosowania określonego algorytmu doboru grupy kontrolnej [Rubin, 2006]. Odbywa się to zazwyczaj dwuetapowo. W pierwszym kroku grupa eksperymentalna porównywana jest z całą pulą jednostek spośród których dokonuje się wyboru grupy kontrolnej. Następnie grupa eksperymentalna jest porównywana z dobraną grupą kontrolną. W ten sposób można określić stopień, w jakim udało się badaczowi zminimalizować pierwotne różnice pomiędzy jednostkami z grupy eksperymentalnej i grupy kontrolnej.

Czytelnik rozprawy może odnieść wrażenie, że opisany powyżej sposób postępowania jest znany Doktorantowi, który w tabelach 3.6 – 3.9 zestawia charakterystyki dla obu grup spółek przed i po zastosowaniu procedury dopasowania. Nie wiadomo jednak dlaczego ogranicza się on wyłącznie do przedstawienia statystyk opisowych, pomijając przy tym powszechnie stosowane sposoby weryfikacji jakości doboru grupy kontrolnej. Najbardziej podstawowym sposobem sprawdzenia, czy istnieją istotne różnice pomiędzy wartościami poszczególnych zmiennych, jest test t [Caliendo i Kopeinig, 2005]. O ile oczekuje się, że przed łączeniem test t powinien wskazywać występowanie statystycznie istotnych różnic pomiędzy charakterystykami grupy eksperymentalnej i puli z której dobiera się grupę kontrolną, to po dopasowaniu taka sytuacja nie jest pożądana.

Już na pierwszy rzut oka widać (tabele 3.6 – 3.9), że po dopasowaniu przeprowadzonym przez Doktoranta nadal istnieją różnice pomiędzy SOE i POE (co sam też Doktorant potwierdza w swoim opisie dotyczącym choćby skali działalności). W moim przekonaniu jest to sygnał, aby cofnąć się do poprzednich etapów procedury łączenia tj. np. fazy wyboru algorytmu łączenia, czy przypadku zastosowania PSM do momentu szacowania propensity score. Przy tej okazji chciałbym zwrócić uwagę na dość lakoniczny opis zastosowania techniki PSM, a w zasadzie jej brak. Wydaje mi się, że czytelnikowi łatwiej byłoby dokonać kompletnej oceny procedury łączenia gdyby było wiadomo, z czego wynika wybór takiej a nie innej metody łączenia, dlaczego zdecydowano o wyborze tylko jednej jednostki kontrolnej na jedną jednostkę z grupy eksperymentalnej, wreszcie czy dokonywać dopasowania ze zwracaniem czy bez zwracania jednostek z całej puli grupy kontrolnej.

MW

W obliczu moich wątpliwości dotyczących oceny jakości dopasowania trudno mi jest uznać za przekonujące stwierdzenie Doktoranta na str. 90-91, że „...ryzyko nielosowości próby zostało ograniczone przy zastosowaniu metody dopasowania”.

#### Zestaw zmiennych objaśniających

Kolejną istotną kwestią, którą chciałbym poruszyć, jest dobór zestawu zmiennych objaśniających, na podstawie których estymowane są modele regresji. W przypadku większości badań z zakresu szeroko rozumianych empirycznych finansów przedsiębiorstw wstępny zbiór zmiennych objaśniających ustalany jest zazwyczaj według dwóch kryteriów: ich popularności w literaturze przedmiotu oraz relatywnie dobrych wyników w objaśnianiu zmiennych zależnych we wcześniejszych badaniach. Podobne podejście zastosował także Doktorant, który w zależności od pytania badawczego i związanych z nim hipotez korzysta z różnego zestawu zmiennych objaśniających.

Na potrzeby budowy podstawowego modelu regresji, Autor recenzowanej pracy zidentyfikował 7 kluczowych zmiennych kontrolnych wykorzystywanych przez innych badaczy (tabela 2.5.). Zmienne te reprezentują wielkość przedsiębiorstwa, poziom zadłużenia, rentowność, poziom rezerw gotówkowych, wiek spółki, stopę wzrostu sprzedaży oraz zmienność stóp zwrotu z akcji. Ostatecznie w wyniku przeprowadzonej analizy, w modelu regresji znalazły się pierwsze cztery z wcześniej przeze mnie wymienionych charakterystyk<sup>2</sup>. Dodatkowo zestaw zmiennych kontrolnych został uzupełniony przez wskaźnik Q-Tobina aproksymujący możliwości wzrostu oraz stopę przepływów pieniężnych a także trzy zmienne makroekonomiczne reprezentujące stan gospodarki: stopę wzrostu PKB, poziom bezrobocia oraz inflację.

Dominacja wśród zmiennych objaśniających podstawowych zmiennych finansowych reprezentujących rentowność, zadłużenie, poziom zasobów gotówkowych czy skalę działalności oraz możliwości wzrostu wynika z koncepcji prowadzonych badań empirycznych i nie budzi większych zastrzeżeń. Jednocześnie dostrzegam pewien problem związany z relatywnie ubogą reprezentacją zmiennych opisujących tzw. otoczenie instytucjonalne (institutional setting). Mam wrażenie, że jest to rezultat zbyt swobodnie przyjmowanego przez Doktoranta założenia, że „...EU27 jest względnie zharmonizowanym wspólnym obszarem gospodarczym...” (SIC! s.80). Trudno mi jest to założenie pozostawić bez komentarza. Według mojego stanu wiedzy państwa UE nie są homogeniczną grupą przynajmniej ze względu na poziom ochrony praw inwestorów czy stopień rozwoju rynku kapitałowego. Skoro podstawową oś rozważań rozprawy stanowią problemy agencji oraz ograniczenia finansowe to w mojej ocenie, co najmniej dwie zmienne opisujące wyżej wymienione charakterystyki państw, powinny uzupełnić na stałe zbiór zmiennych

<sup>2</sup> Rentowność mierzona była przy wykorzystaniu dwóch wskaźników: ROA i EBITDA.

kontrolnych. Uważam, że spełnienie tego wymogu pozwoliłoby Doktorantowi w jeszcze szerszym zakresie na odniesienie się do tzw. problemu pominiętych zmiennych.

## 5. Pytania do Doktoranta

Po lekturze rozprawy nasuwają mi się trzy pytania, które chciałbym skierować do Doktoranta:

- 1) Pierwsza z hipotez głównych rozprawy stanowi o możliwych różnicach w zakresie stopy inwestycji pomiędzy SOE i POE. Różnice te mogą oznaczać zarówno występowanie problemu przeinwestowania, jak również problemu niedoinwestowania. Zatem, czy a jeżeli tak, to jakie znaczenie dla identyfikacji wspomnianych zjawisk ma sposób pomiaru zmiennej objaśnianej? Innymi słowy, czy znane są Doktorantowi inne sposoby pomiaru skali inwestycji, które pozwalają na bardziej precyzyjny pomiar natężenia obu zjawisk związanych z procesami inwestycyjnymi?
- 2) Współczesne przedsiębiorstwa państwowe to bardzo często wielosegmentowe spółki, których działalność jest mocno zdywersyfikowana. Wewnętrzne rynki transferu kapitału charakteryzujące takie złożone struktury niosą za sobą szanse i zagrożenia, także w odniesieniu do działalności inwestycyjnej spółek. Proszę o ich identyfikację w kontekście hipotez stawianych w rozprawie. Dodatkowo, chciałbym prosić o wskazanie, w jaki sposób kwestia dywersyfikacji działalności została uwzględniona w procedurze dopasowania grupy kontrolnej z grupą eksperymentalną?
- 3) We wnioskach końcowych Doktorant stwierdza, że „Wyniki estymacji ogólnego modelu stopy inwestycji potwierdziły przewidywania kluczowych teorii inwestycji. Jest to silna przesłanka do stwierdzenia, że zarówno dobór próby badawczej, jak i narzędzi oraz metod był właściwy”. Dobór próby polegał na dopasowaniu do grupy przedsiębiorstw państwowych, grupy kontrolnej z puli przedsiębiorstw prywatnych. Zatem, proszę o wyjaśnienie związku pomiędzy wynikami estymacji ogólnego modelu inwestycji a oceną jakości doboru próby.

## 6. Podstawowe wartości recenzowanej rozprawy

Recenzowana dysertacja ma wiele mocnych stron, jednak do najważniejszych spośród nich zaliczyłbym trzy poniżej wymienione:

- 1) Po pierwsze, rozprawa koncentruje się na niezmiernie aktualnym zagadnieniu, jakim są motywy oraz finansowe konsekwencje obecności państwa w akcjonariacie spółek publicznych. Doktorant trafnie zidentyfikował lukę badawczą, a prowadzone badania wpisują się w główne nurty badawcze z zakresu empirycznych finansów przedsiębiorstw. Poza akademią, potencjalnymi beneficjentami uzyskanych



rezultatów może być szerokie grono praktyków, tj. inwestorzy, menadżerowie, a także organy władzy publicznej odpowiedzialne za zarządzanie aktywami państwowymi.

- 2) Po drugie, pomimo – zgłoszonych uproszczeń i niedoskonałości warstwy metodologicznej – Doktorant udowodnił, że posiada umiejętności w zakresie zaprojektowania oryginalnych badań, ich przeprowadzenia, oceny wiarygodności uzyskanych wyników oraz właściwego opisu wniosków. Jednocześnie Doktorant ma świadomość, że uzyskane przez Niego rezultaty są „przypisane do próby” oraz są ograniczone przez przyjmowane założenia badawcze.
- 3) Wreszcie po trzecie, rezultaty rozprawy doktorskiej odnoszą się do spółek publicznych z obszaru UE, otwierają jednocześnie drogę innym badaczom do kolejnych pogłębionych badań nad rynkami o podobnej specyfice, jak również o zupełnie innych uwarunkowaniach, gospodarczych, prawnych i kulturowych.

\*\*\*

Na zakończenie pozostaje mi formalnie stwierdzić, że przedstawiona do recenzji dysertacja pana Jakuba Lasoty pod tytułem „Wpływ akcjonariusza państwowego na inwestycje przedsiębiorstw w Unii Europejskiej” spełnia wymogi *Ustawy z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki* stawiane rozprawom doktorskim w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse. W związku z tym wnioskuję do Rady Naukowej Instytutu Ekonomii i Finansów Uniwersytetu Szczecińskiego o jej przyjęcie i dopuszczenie do publicznej obrony.

*M. Katdowski*

## BIBLIOGRAFIA – SPIS CYTOWANYCH W RECENZJI PRAC

Aminadav, Gur; Papaioannou, Elias (2020): Corporate Control around the World, *The Journal of Finance*, 75 (3), pp. 1191–1246.

Bałtowski, M., & Kwiatkowski, G. (2022). State-owned enterprises in the global economy, *Routledge*.

Caliendo, M., & Kopeinig, S. (2008). Some practical guidance for the implementation of propensity score matching, *Journal of Economic Surveys*, 22(1), 31-72.

Governments' widespread new fondness for interventionism. (2022), *The Economist*.

Gugler, K., Ivanova, N., & Zechner, J. (2014). Ownership and control in Central and Eastern Europe, *Journal of Corporate Finance*, 26, 145–163.

Jaslowitzer, P., Megginson, W. L., & Rapp, M. S. (2018). State ownership and corporate investment, *Available at SSRN 2735698*.

Lins, Karl V. and Volpin, Paolo F. and Wagner, Hannes F., Does Family Control Matter? International Evidence from the 2008-2009 Financial Crisis, *The Review of Financial Studies*, Volume 26, Issue 10, October 2013, pp. 2583–2619.

Medina, A., de la Cruz, A., & Tang, Y. (2022). Corporate ownership and concentration, *OECD Corporate Governance Working Papers No. 27*.

Mueller, D. C., & Peev, E. (2007). Corporate governance and investment in Central and Eastern Europe, *Journal of Comparative Economics*, 35(2), 414-437.

Rubin D.B. (2006). Matched sampling for Causal Effects, *New York: Cambridge University Press*.

World Bank (2021), Listing State-Owned Enterprises in Emerging and Developing Economies, *World Bank Group*.