



Prof. dr hab. Krzysztof Jajuga

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Recenzja pracy doktorskiej Magistra Michała Przybyłowskiego pt.

„Koncepcja pomiaru efektów publicznego wsparcia polskiego rynku *venture capital*”

Przedstawiana recenzja jest przygotowana z uwzględnieniem przepisów Ustawy z dnia 14 marca 2003 o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz stopniach i tytule w zakresie sztuki.

Recenzowana praca doktorska mieści się w dyscyplinie ekonomia i finanse i dotyczy rynku *venture capital*. Niewątpliwie w ostatnich dekadach (a zwłaszcza w XXI wieku) obserwujemy dynamiczny rozwój tego rynku. Jest kilka przyczyn tego zjawiska, warto wspomnieć o dwóch. Pierwsza przyczyna wynika z faktu, że rynek *venture capital* często obejmuje dość innowacyjne przedsięwzięcia, a od nich w dużym stopniu zależy rozwój gospodarczy. Druga przyczyna wynika z faktu istotnego udziału rynku *venture capital* w rynku kapitałowym, z uwagi na to, że rynek ten stanowi istotne uzupełnienie publicznego rynku kapitałowego.

Przedstawione argumenty uzasadniają moją wysoką ocenę zamiaru przeprowadzenia przez Autora pracy doktorskiej badań dotyczących rynku *venture capital*, w szczególności wsparcia publicznego tego rynku, co jest jednym z ważnych warunków rozwoju tego rynku. Efektem tych badań jest recenzowana rozprawa doktorska.

Rozprawa doktorska Michała Przybyłowskiego liczy 250 stron. Jest podzielona na 6 rozdziałów, zawiera wstęp, zakończenie, spis literatury oraz załącznik, zawierający dane źródłowe i cząstkowe wyniki badań empirycznych.

Autor sformułował (str. 12-13) cel główny rozprawy oraz osiem celów szczegółowych. Cel główny to przygotowanie koncepcji pomiaru efektów publicznego programu wsparcia rynku *venture capital* (należy się domyślić, że chodzi o Polskę). Ponadto weryfikował trzy hipotezy badawcze. W dalszej części recenzji dokonam oceny realizacji celów oraz oceny weryfikacji hipotez badawczych.

Rozdział pierwszy rozprawy składa się z trzech części. Pierwsza część zawiera przegląd definicji pojęcia *venture capital* w kontekście historycznym. Uważam to za wkład Autora. Druga część jest to syntetyczny opis rynku *venture capital*. Ta część ma charakter dydaktyczny i stanowi popularyzację wiedzy. Opis jest z punktu widzenia regulacji polskiego rynku. Trzecia część to opis segmentów tego rynku, jest on niezbędny z punktu widzenia tematyki pracy.

Rozdział drugi rozprawy dotyczy znaczenia funduszy *venture capital*, zarówno w kontekście mikro, jak i makro, co jest jedną z podstawowych idei rozważań rozprawy (idea ta przedstawiona jest w dalszej części rozprawy na schemacie 8 na str. 57). Na początku jest przedstawienie – po zebraniu z literatury – rodzajów funduszy *venture capital*, ze względu na dwa kryteria: relacje między zarządzającymi i inwestorami oraz forma prawna. Oceniam to pozytywnie. W dalszej części tego rozdziału jest przegląd badań na temat znaczenia funduszy *venture capital* w spółkach portfelowych (podejście mikro) oraz na temat ich znaczenia w gospodarce (podejście makro). Oceniam ten rozdział bardzo pozytywnie.

Rozdział trzeci rozprawy dotyczy interwencji państwa na rynku *venture capital*, co jest główną osią rozważań rozprawy. W pierwszej części są rozważania o charakterze dydaktycznym i popularyzacji wiedzy, zawierają ogólne kwestie teoretyczne związane z interwencją państwa. Wydaje się, że można było poprzestać na przywołaniu teorii agencji i asymetrii informacji. Druga część rozdziału to wkład Autora poprzez:

- odniesienie teorii agencji do funduszy *venture capital*;
- zdefiniowanie trzech luk: kapitału, wiedzy i innowacji;
- opisanie sposobów eliminacji tych luk poprzez interwencję państwa.

Za wkład Autora uważam też identyfikację czynników wspierających interwencję państwa na rynku *venture capital*.

Rozdział czwarty rozprawy to przedstawienie na podstawie źródeł empirycznych faktów dotyczących interwencji rządowych na trzech różnych rynkach *venture capital* (Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Unia Europejska). Rozważania te są nieco ograniczone, trochę na wyrost Autor używa słowa „model”. Zabrakło mi jednak większego odniesienia do teoretycznych rozważań dotyczących interwencji rządowych z rozdziału trzeciego. Drobnym

plusem jest tylko pewne porównanie tych trzech rynków zawarte w podsumowaniu rozdziału oraz w tabeli 9.

Rozdział piąty to opis metod ewaluacji programów pomocy publicznej, które mogą być zastosowane do wsparcia rynku *venture capital*. Z uwagi na główny cel pracy jest to bardzo potrzebny rozdział. Dobrze oceniam zamiar powstania tego rozdziału i część rozważań. Jednak znajdują się w nim dwa fragmenty, które obniżają poziom rozważań.

Po pierwsze, dobry jest zamiar wprowadzenia pojęcia „ewaluacja”, a zwłaszcza ewaluacja programów i polityk publicznych. Wskazany na str. 119 cel ewaluacji nie budzi wątpliwości. Jednak definicja ewaluacji jako „systematycznie prowadzone badanie z użyciem zróżnicowanych metod” (!!!!) jest nie do zaakceptowania. Takie sformułowanie może dotyczyć jakiegokolwiek badania. Jak rozumiem, zostało ono wzięte z literatury poradnikowej, która powstała w ministerstwie i nie ma charakteru naukowego. Odbiega od standardów prac naukowych. Warto tu dodać, że Autorowi ta definicja do niczego nie była potrzebna. Jej pominięcie na pewno wpłynęłoby korzystnie na ocenę tego rozdziału.

Jeszcze większe nieporozumienie dotyczy tabeli 11, która zawiera metody i techniki ewaluacji. Nie wiadomo dlaczego Autor skorzystał z tabeli zaproponowanej przez bliżej nieznaną osobę w poradniku ministerialnym. Widać, że ta osoba – twórca tabeli – nie ma najmniejszego pojęcia o metodach. Są tam np. na jednym poziomie *conjoint analysis* i metody badań społecznych (!!!). Takich elementarnych błędów w tej tabeli jest mnóstwo, co tabelę dyskwalifikuje. Autorowi rozprawy doktorskiej do niczego ta tabela nie jest potrzebna, zresztą w zasadzie do niej nie nawiązuje. Jej pominięcie wpłynęłoby korzystnie na ocenę rozdziału.

Pozytywnie oceniam podrozdział 5.3 i tabelę 12 – przegląd metod stosowanych w badaniach empirycznych (na szczęście nie ma tu odwołania do tej nieszczęsnej tabeli 11). Potrzebny jest też podrozdział 5.4, chociaż przejrzystość samego opisu metod mogła być lepsza, gdyby Autor nie skorzystał znowu z ministerialnego poradnika, lecz tylko z publikacji naukowych.

Rozdział szósty rozprawy – obok rozdziału trzeciego – jest najważniejszy w pracy. W jego głównej części przedstawione są wyniki pomiaru efektów interwencji na polskim rynku *venture capital* realizowanej w ramach Krajowego Funduszu Kapitałowego. (KFK).

Na początku przedstawione są fakty z rozwoju polskiego rynku w latach 1990-2006 oraz 2007-2017 – ten drugi okres obejmuje interwencje w ramach KFK. Zasadnicza część tego rozdziału to:

- analiza czynników zewnętrznych wpływających na interwencję, jest to potraktowane dość skrótowo;
- analiza empiryczna interwencji w latach 2007-2017 z punktu widzenia podejścia makro, w efekcie weryfikowane były dwie hipotezy badawcze;
- ocena efektów interwencji na poziomie spółek portfelowych, z zastosowaniem metod opisanych w rozdziale 5.

Te badania empiryczne oceniam pozytywnie, doceniam podane autorskie interpretacje, również nawiązujące do wyników otrzymanych przez innych autorów.

Rozdział ten kończy zarysowanie w pewnym sensie zintegrowanej koncepcji pomiaru efektów interwencji, w zasadzie koncepcja ta była zilustrowana wcześniej w badaniach empirycznych.

Zakończenie pracy zawiera m.in. uwagi o ograniczeniach przy przeprowadzaniu badań empirycznych oraz pewne propozycje dalszych badań.

Strukturę pracy oceniam jednoznacznie pozytywnie.

Moja ocena rozprawy doktorskiej Pana Przybyłowskiego jest pozytywna. Magister Michał Przybyłowski wykazał, że potrafi rozwiązać oryginalne zagadnienie naukowe. Tym zagadnieniem jest propozycja metodyki pomiaru efektów interwencji publicznej na rynku *venture capital*. Autor pracy wykazał, że bardzo dobrze orientuje się w zagadnieniach związanych z funkcjonowaniem rynku *venture capital* oraz w powiązaniach tego rynku z gospodarką i rynkiem finansowym. Dowiódł też, że umie prowadzić samodzielne badania empiryczne. Tym samym Doktorant wykazał, że spełnia warunki niezbędne do uzyskania stopnia naukowego doktora.

Autor przedstawił cel główny rozprawy, został on zrealizowany. Sądzę, że jeden z celów szczegółowych (ostatni, ósmy) mógł być raczej włączony do celu głównego. Jeśli chodzi o cele szczegółowe, to zostały one zrealizowane i większość z nich – o czym dalej – zaowocowała pewnym wkładem Autora.

Autor sformułował trzy hipotezy badawcze. Uważam, że dwie pierwsze mogły być lepiej sformułowane:

- brak określenia, jaka wielkość skali jest właściwa (hipoteza pierwsza);
- brak doprecyzowania ogólnego pojęcia „inwestycja pośrednia” (hipoteza druga).

Jednak po przeformułowaniu hipotez ich weryfikacja dalej byłaby prawidłowa.

Do osiągnięć rozprawy zaliczam przede wszystkim:

- ocenę efektów interwencji zrealizowanej w Polsce w ramach KFK w latach 2007-2017;
- przyjęcie zintegrowanego (mikro i makro) podejścia do pomiaru efektów interwencji publicznej.

Oprócz tego za wkład Autora uznaję następujące fragmenty:

- przegląd definicji *venture capital*, zarysowany w kontekście rozwoju historycznego tego rynku, podsumowany w tabeli 1 (str. 24-26);
- tabela 2 (str. 47), zawierająca podsumowanie badań w zakresie screeningu i wartości dodanej;
- tabela 3 (str. 50), zawierająca podsumowanie badań w zakresie monitoringu i wartości dodanej;
- tabela 4 (str. 56); zawierająca podsumowanie badań w zakresie wpływu *venture capital* na gospodarkę;
- schemat 6 (str. 45), zawierający przedstawienie procesu inwestycyjnego;
- schemat 10 (str. 81), zawierający zakres interwencji publicznych na rynku *venture capital*;
- tabela 15 (str. 159), przedstawiająca wskaźniki z kilku krajów z lat 2007-2017;
- tabela 16 (str. 160), przedstawiająca wskaźniki z kilku krajów z lat 2018-2020.

Należy dodać, że wymienione schematy i tabele są też omawiane w tekście.

Praca jest dobrze oparta w literaturze (170 publikacji plus 63 raporty). Jedyna wada to powołania na nienaukowe poradniki, pozycje: 21, 116, 129, można je było pominąć z korzyścią dla pracy.

Na tle pracy nasuwają się następujące uwagi, niektóre stanowiące podstawę do dyskusji.

1. W kluczowym rozdziale 6 najpierw przeprowadzane są badania empiryczne, a dopiero na końcu (podrozdział 6.4) przedstawiona jest koncepcja, która wcześniej była zilustrowana empirycznie. Uważam, że należało odwrócić kolejność – najpierw koncepcja, potem badania empiryczne, zwłaszcza, że tytuł pracy sugeruje wyraźnie co jest kluczową osią rozważań.

2. Autor używa dziwnego zwrotu „metody kontrfaktyczne”, zaczerpniętego z jakiejś pozycji literatury (być może z tych poradników). Jednak przeprowadzone badania są to standardowe badania statystyczne z próbą kontrolną. W literaturze ekonomicznej nie jest stosowany zwrot preferowany przez Autora.
3. Autor nagminnie stosuje dziwaczny zwrot: „kowariant”. Przecież tu chodzi o zmienną objaśniającą (czy też czynnik). Podobnie jak poprzednio, w pracach z zakresu ekonomii i finansów należy stosować standardowe zwroty (wprowadzane nawet w dydaktyce).
4. Niektóre przywoływane z literatury badania empiryczne są już sprzed kilkunastu lat, czy te wyniki pozostają aktualne?
5. Autor podaje własną definicję *venture capital*, to dobrze, ale zabrakło mi doprecyzowania pojęcia „średni termin”.
6. Autor stosuje termin „optymalna wycena”, bez wskazania jakie jest kryterium optymalności (dla kogo? Kupujący? Sprzedający? Ktoś inny?), niestety ten błąd jest dziś widoczny w przeważającej części publikacji ekonomistów (nie mówiąc już o języku potocznym).
7. Podobnie, w pewnej liczbie miejsc w pracy stosowany jest zwrot „optymalny” bez wskazania kryterium.

Praca napisana jest dobrym językiem. Dostrzegłem śladową liczbę błędów literowych i gramatycznych, oraz następujące błędy:

- str. 12 – prawidłowa pisownia nazwiska to „Zasępa”;
- str. 21 – ma być „okres”, a nie „okres czasu”;
- str. 26 – prawidłowa pisownia to „mezzanine”;
- str. 48 – nieprawidłowy zwrot „finalnie”, ma być „w końcowym efekcie”;
- str. 51 – nieprawidłowy zwrot „destynacja”, ma być „kierunek”;
- str. 57, 100 – błędny zwrot „pozytywna korelacja”, ma być „dodatnia korelacja”;
- str. 73 – błędna pisownia „Keynes’a”, ma być „Keynesa”;
- str. 77 – „ryzyko” w języku polskim ma tylko liczbę pojedynczą;
- zwrot „Dolina Krzemowa” powinien być pisany z dużych liter, to nazwa własna;
- str. 35, 54, 88, 95 – Autor używa zwrotu „wycena spółek”, a chodzi Mu przecież o wartość (rynkową) spółek, zwrot „wycena” w języku polskim oznacza „określanie wartości”, a nie „wartość”;

- nieprawidłowy zwrot „menadżer” w różnych wersjach (strony: 23, 26, 30, 34, 44, 53, 54, 68, 71, 72, 74, 75, 77, 78, 82, 83, 85, 86, 88, 90, 91, 120) – raczej przyjmuje się „menedżer” a jeszcze lepiej „zarządzający”.

Pozytywnie oceniam fakt, że Autor poradził sobie ze zwrotami angielskimi i ich ewentualnymi polskimi odpowiednikami, gdzie trzeba posiłkuje się obu zwrotami, co dziś nie zawsze ma miejsce w publikacjach naukowych.

W konkluzji stwierdzam, że rozprawa doktorska Magistra Michała Przybyłowskiego spełnia wymogi ustawowe stawiane rozprawom doktorskim w dziedzinie nauk społecznych dyscyplina ekonomia i finanse. Wnioskuje przeto do Rady Dyscypliny o dopuszczenie tej rozprawy do obrony.



Wrocław, 2022-07-29.