Prof. dr hab. Edward Nowak
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Katedra Rachunku Kosztów, Rachunkowości Zarządczej i Controllingu

Recenzja
rozprawy doktorskiej mgr Krzysztofa Janasa
pt. „Zastosowanie metod statystycznych w procesach wyceny przedsiębiorstw”

Niniejsza recenzja została sporządzona na zlecenie Przedziewska Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego, pismem z dnia 16.05.2016 r. Recenzowana rozprawa doktorska została napisana pod kierunkiem naukowym prof. zw. dr hab. Czesława Domańskiego.

1. Określenie trafności wyboru i oryginalności problemu badawczego podjętego w rozprawie


Przesłanki pomiaru wartości przedsiębiorstwa mogą być bardzo różne, dlatego wyodrębnily się różne podejścia do ich wyceny. W procesie wyceny przedsiębiorstw wykorzystuje się najczęściej jedną z czterech podstawowych metod: majątkową, dochodową, mieszaną, ewentualnie opcji rzeczywistych. Wybór odpowiedniej metody wyceny zależy przede wszystkim od celów, którym pomiar ten ma służyć. Należy
zauważyć, że zastosowanie różnych metod wyceny przedsiębiorstwa prowadzi zazwyczaj do odmiennych wyników. Dlatego wybór właściwej metody wyceny jest zadaniem niezmiernie ważnym.

W praktyce najczęściej stosowanym podejściem do wyceny przedsiębiorstw jest podejście dochodowe, w którym wartość przedsiębiorstw wyznaczają dochody osiągnięte w przyszłości. Zastosowanie tego podejścia w praktyce wymaga szacowania różnych wielkości, w tym zwłaszcza przyszłych dochodów (przepływów pieniężnych netto) oraz kosztu kapitału (stopy dyskontowej). Do szacowania tych wielkości należy zastosować w miarę obiektywne sposoby wykorzystujące metody statystyczne. Bez wykorzystania metod statystycznych nie można opracować nowych lub ulepszyć istniejące metody szacowania kosztu kapitału.

Na tle przedstawionych uwag należy z uznaniem powitać podjęcie przez Doktoranta problematyki zastosowania metod statystycznych w procesie wyceny przedsiębiorstw. Jest to bowiem problematyka interesująca i wciąż aktualna, a przy tym ważna nie tylko z teoretycznego, ale także z praktycznego punktu widzenia. Jest to jednocześnie zagadnienie złożone i trudne, wymagające odpowiedniego podejścia badawczego.

Problem badawczy określony przez mgr Krzysztofa Janasa w pełni odpowiada randze pracy jako rozprawy doktorskiej. Problem badawczy podjęty w rozprawie jest trafnie wybrany i oryginalny.

2. Ocena poprawności i kompletności celów oraz hipotez badawczych

Głównym celem rozprawy doktorskiej jest zastosowanie metod statystycznych w szacowaniu wartości przedsiębiorstw według podejścia dochodowego i mieszanego, zapewniającego mniejszy błąd szacunku w porównaniu z rozwiązaniami stosowanymi aktualnie na polskim rynku kapitałowym. Tak sformułowany cel główny rozprawy został uszeregowany przez odpowiednie cele cząstkowe. Na potrzeby realizacji wyznaczonych celów zostało sformułowanych sześć hipotez badawczych, które zostały zweryfikowane w rozprawie. Osiągnięciu wytyczonych celów (głównego i cząstkowych) oraz weryfikacji przyjętych hipotez została podporządkowana zawartość rozprawy. Cele oraz hipotezy badawcze są poprawne i kompletnie.
3. Ocena poprawności struktury rozprawy

Rozprawa składa się z czterech zasadniczych rozdziałów, które zostały poprzedzone wstępem a uwięczone zakończeniem. Na końcu zostały zamieszczone wykaz symboli i nazw oraz bibliografia. Struktura rozprawy jest prawidłowa a kolejność rozdziałów i podrozdziałów jest zgodna z logicznym następfstem omawianych zagadnień. Przy tym propozycje między poszczególnymi rozdziałami są odpowiednie.

We wstępie zostało przedstawione uzasadnienie potrzeby podjęcia badań nad problematyką rozprawy oraz jej znaczenie teoretyczne i praktyczne. Zostały także określone cele rozprawy (główny i cząstkowe) oraz sformułowane hipotezy badawcze. Został także wskazany przedmiotowy i podmiotowy zakres rozprawy. We wstępie zostały także przyjęte metodologiczne założenia pracy, w szczególności zastosowane w niej metody, techniki i narzędzi badawcze, adekwatne do charakteru prowadzonych badań. Ponadto jest zasygnalizowana zawartość poszczególnych rozdziałów. Ustalenia dokonane we wstępie stanowią odpowiedni punkt wyjścia dla rozważań przeprowadzonych w kolejnych rozdziałach.

Pierwszy rozdział rozprawy ma charakter wprowadzenia merytorycznego do problematyki podejmowanej w rozprawie, jaką jest wycena przedsiębiorstw, zarówno z punktu widzenia ekonomii jak i finansów. W drugim rozdziale zostały szczegółowo przedstawione te metody statystyczne, których zastosowanie w procesach wyceny przedsiębiorstw powinno umożliwić zweryfikowanie hipotez badawczych sformułowanych w rozprawie. Rozdział trzeci natomiast zawiera prezentację najważniejszych metod statystycznych szacowania kosztu kapitału wraz z określeniem warunków jego przeprowadzania. W ostatnim rozdziale został przedstawiony zuniakifikowany model szacowania kosztu kapitału, za pomocą którego oszacowano tę zmienną objaśnianą dla wybranych przedsiębiorstw przy wykorzystaniu symulacji komputerowych.

Zawartość poszczególnych rozdziałów jest odpowiednia. Struktura rozprawy jest prawidłowa.
4. Ocena stopnia zaawansowania zawartej w rozprawie wiedzy teoretycznej

Na podstawie analizy zawartości poszczególnych rozdziałów rozprawy doktorskiej mgr Krzysztofa Janasa należy ocenić, że praca dotyczy ważnej i aktualnej problematyki. Przy czym Doktorant ukierunkował swoje badania naukowe na zastosowanie metod statystycznych w procesach wyceny przedsiębiorstw. W szczególności zajął się wykorzystaniem metod statystycznych do szacowania określonych zmiennych uwzględnianych przy pomiarze wartości przedsiębiorstw według podejścia dochodowego.

Rozwiązanie problemu naukowego sformułowanego przez Doktoranta wymagało wykorzystania wiedzy z różnych dyscyplin nauk ekonomicznych, a zwłaszcza z ekonomii i finansów, w tym także ze statystyki. To powoduje, że recenzowana rozprawa doktorska ma w dużym stopniu interdyscyplinarne charakter. Jest to jej niewątpliwa zaleta, gdyż stanowi udaną integrację elementów wiedzy ze wskazanych dyscyplin.

Zawarta w rozprawie wiedza teoretyczna z zakresu nauk ekonomicznych odznacza się wysokim poziomem naukowym i stopniem zaawansowania.

5. Ocena formalnej strony rozprawy

Recenzowana rozprawa doktorska została napisana poprawnie pod względem językowym. Również redakcyjna strona pracy nie budzi zastrzeżeń. Autor dobrze opanował technikę pisania prac naukowych. To powoduje, że zaprezentowane w rozprawie rozważania są jasne i przejrzyste.


Oceniając ogólnie uznaję, że formalna strona pracy jest poprawna.

6. Ocena znajomości metodologii badań i metod badawczych
W rozprawie doktorskiej zostało zaprezentowane usystematyzowane podejście badawcze do wykorzystanie metod statystycznych w procesach wyceny przedsiębiorstw. Doktorant wykazał się umiejętnością formułowania problemów badawczych, wskazywania sposobów rozwiązywania tych problemów, opracowywania teoretycznych koncepcji modelowych. Poprawnie dokonał także krytycznej analizy literatury oraz należycie przeprowadził badania empiryczne. Jest to właściwe podejście do formułowania i rozwiązania problemu naukowego w rozprawie doktorskiej.

Przyjęte i zastosowane w rozprawie metody badawcze są adekwatne do jej charakteru teoretyczno-empirycznego. Metody statystyczne wykorzystane na potrzeby szacowania wartości przedsiębiorstw są adekwatne do analizowanego problemu. Ważne jest także to, że wybrane i zastosowane przez Autora metody i modele są pewnym postępem w stosunku do wykorzystywanych do tej pory w procesie wyceny.

Uważam, że Doktorant wykazał się dobrą znajomością metodologii badań oraz przyjętych i zastosowanych metod badawczych.

7. Ocena znajomości, doboru, analizy i interpretacji źródeł

Interdyscyplinarny charakter rozprawy doktorskiej oraz fakt, że stanowi ona studium teoretyczno-empiryczne wpłynęły na różnorodność wykorzystanych źródeł. Są to przede wszystkim źródła literaturowe oraz dane empiryczne. W niewielkim stopniu zostały ponadto wykorzystane przepisy prawne.

Bibliografia rozprawy doktorskiej jest bardzo obszerna i liczy 231 pozycji o charakterze prac zwartych i artykułów w czasopismach naukowych. Autor wykazał literaturę z trzech obszarów wiedzy ekonomicznej: ekonomii, finansów i statystyki. Jest to uzasadnione interdyscyplinarnym charakterem rozprawy.

W badaniach empirycznych zostały wykorzystane dane pochodzące z odpowiednio wybranych przedsiębiorstw. Dane te dotyczą kształtowania się różnych wielkości finansowych, wpływających na wycenę dochodową przedsiębiorstw. Próby badawcze zostały określone przy uwzględnieniu celów badań empirycznych i kryteriów statystycznych. Dane empiryczne poddane analizie ilościowej były pozyskiwane głównie na podstawie przeprowadzenia badań wtórnyczych, nie zaś przez
wykorzystanie z zaplecza literaturowego. Jest to bardzo ważny waror recenzowanej rozprawy doktorskjej.

Oceniając wykorzystanie materiałów źródnich stwierdzam, że Doktorant wykazał się dobrą znajomością oraz poprawnością doboru, analizy i interpretacji źródeł.

8. Ocena umiejętności przedstawiania uzyskanych wyników

Mgr Krzysztof Janas wykazał się w rozprawie doktorskjej umiejętnością formułowania własnych ocen i odpowiednich wniosków z badań. Na podstawie przeprowadzonych badań uzyskał interesujące wyniki o charakterze teoretycznym, metodycznym i poznawczym. Uzyskane wyniki przedstawił w sposób poprawny i przekonujący. Autorska propozycja modelu szacowania poziomu kosztu kapitału jest poprawna merytorycznie i odznacza się właściwościami wskazującymi na jej przewagę w stosunku do znanych z literatury.

Weryfikacja sformułowanych we wstępie hipotez badawczych została dokonana w poprawny sposób. Główna hipoteza badawcza o zmniejszeniu obciążenia estymatora wartości przedsiębiorstwa wyznaczonego przy zastosowaniu metod statystycznych została potwierdzona na próbie liczącej 265 rekomentacji giełdowych wystawionych dla spółek publicznych. Również pozostałe hipotezy badawcze zostały poprawnie zweryfikowane.


Wyrażam przekonanie, że Doktorant wykazał umiejętność poprawnego i przekonującego przedstawiania uzyskanych wyników.
9. Dobry strony (zalety) rozprawy i pewne niedociągnięcia

Recenzowana rozprawa doktorska jest opracowaniem naukowym, ujmującym kompleksowo problem: szacowania wartości przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metod statystycznych. Analiza problemu badawczego uwzględnia odpowiednie założenia i koncepcje teoretyczne, podaje poprawne rozwiązania metodyczne i daje wskazówki do zastosowań praktycznych. Ważne jest to, że Doktorant podaje także własne propozycje modelu szacowania poziomu kosztu kapitału jako istotnej zmiennej wpływającej na dochodową wartość przedsiębiorstwa. Jest to interesująca i oryginalna propozycja autorska.

Nie bez znaczenia są także aplikacyjne walory przedstawionych w rozprawie rozważań metodycznych oraz uzyskanych wyników badań. Uwzględniają one bowiem złożoność oraz uwarunkowania wyceny przedsiębiorstw. Jest to bardzo ważne, gdyż wycena przedsiębiorstw jest tym zagadnieniem ekonomicznym, które jest istotne z punktu widzenia praktycznego. Dochodzi do tego jeszcze poznawcze walory wyników badań empirycznych przeprowadzonych w grupie odpowiednio wybranych przedsiębiorstw.

W rozprawie doktorskiej nie występują usterki, które należałyby potraktować jako jej istotne wady. Mam jedynie pewne uwagi o charakterze szczegółowym:

1. W pierwszym zdaniu we wstępie wymienia się różne metody wyceny przedsiębiorstwa, w tym metodę opcji rzeczowych. Semantycznie bardziej poprawnymi określeniami są opcje realne i opcje rzeczywiste (ang. real options).

2. Na str. 19 występuje określenie jakości firmy jako aktywów pomniejszonych o zobowiązania. W terminologii rachunkowości ta różnica jest określana jako aktywa netto, które są równoważne wartościowo kapitałowi własnemu. Wartość firmy jest natomiast elementem wartości niematerialnych i prawnych.

3. Składniki wartości niematerialnych i prawnych wymienione w przypisie 66 powinny być ujawnione w bilansie, do czego zobowiązują jednostki gospodarcze regulacje rachunkowości.

4. Lepiej jest mówić, że kapitał (zainwestowany, własny, obcy) to równowartość środków czy też aktywów a nie że kapitał to aktywa, jak to jest w definicjach 1.16-1.18.
Przedstawione uwagi mają drugorzędne znaczenie i nie pomieszają wysokiej, ogólnej wartości rozprawy doktorskiej. *Recenzowana rozprawa odznacza się wieloma zaletami natury teoretycznej, metodycznej i poznawczej.*

10. **Konkluzja**

W podsumowaniu wyrażam przekonanie, że praca doktorska mgr Krzysztofa Janasa pt. „Zastosowanie metod statystycznych w procesach wyceny przedsiębiorstw” stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego. Doktorant wykazał się w niej ogólną wiedzą teoretyczną w dyscyplinie ekonomia oraz umiejętnością do samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

Stwierdzam, że recenzowana *praca spełnia wymagania stawiane rozprawom doktorskim w obowiązujących przepisach.*

Wrocław, 01.06. 2016 r.