



UMCS

UNIwersytet Marii Curie-Skłodowskiej | MARIA CURIE-SKŁODOWSKA UNIVERSITY
WYDZIAŁ EKONOMICZNY | FACULTY OF ECONOMICS
Instytut Ekonomii i Finansów | Economics and Finance Institute

dr hab. Elżbieta Bukalska, prof. UMCS

Lublin, 18 lipca 2022 r.

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgra Bartosza Orlińskiego
„Przepływy pieniężne w strategii finansowej spółek kapitałowych”**

Promotor: prof. dr hab. Gabriela Łukasik

Promotor pomocniczy: dr Maria Gorczyńska, prof. UE w Katowicach

Katowice 2022

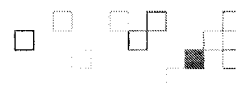
Temat rozprawy doktorskiej i uzasadnienie jego wyboru

Temat przedłożonej do recenzji rozprawy ujęty jest w jej tytule: Przepływy pieniężne w strategii finansowej spółek kapitałowych. Temat odnosi się do zagadnień związanych z rolą przepływów pieniężnych w formułowaniu oraz wdrażaniu strategii finansowej. Autor rozważania swoje ogranicza do jednego elementu i jednocześnie instrumentu polityki finansowej przedsiębiorstwa (przepływów pieniężnych) i ich znaczenia dla rodzaju polityki finansowej i jej konsekwencji finansowych (sytuacji finansowej podmiotu gospodarczego). Jednocześnie ta kategoria badana jest w dość szerokim spektrum zagadnień: jako czynnik determinujący strategię finansową, strukturę kapitału oraz wartość przedsiębiorstwa.

Problem badawczy jest o tyle istotny, że w wielu firmach pomija się kwestie przepływów pieniężnych nadal koncentrując się na zysku księgowym. Przepływy pieniężne są źródłem pochodzenia zasobu środków pieniężnych w przedsiębiorstwie, a te determinują stabilność finansową przedsiębiorstwa (*cash is the king*).

KONTAKT | CONTACT

UNIwersytet Marii Curie-Skłodowskiej | MARIA CURIE-SKŁODOWSKA UNIVERSITY
Wydział Ekonomiczny | Faculty of Economics
Pl. Marii Curie-Skłodowskiej 5, 20-031 Lublin, Poland, www.umcs.lublin.pl
Phone: +48 81 537 51 73, Fax: +48 81 537 51 73
Email: elzbieta.bukalska@umcs.lublin.pl



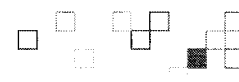
Badany problem badawczy jest ważny zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia. Warto też podkreślić aktualność badanego zagadnienia. W okresach kryzysu (bez względu na przyczyny tego kryzysu: wewnętrzne czy zewnętrzne – takie jak pandemia, wojna w Ukrainie) zwiększa się znaczenie tej kategorii finansowej. Problem badawczy jest też oryginalny. Poznanie przyczyn, uwarunkowań i skutków uwzględnienia przepływów pieniężnych w podejmowaniu decyzji pozwoli poznać nowe elementy rzeczywistości i zależności zachodzących między tymi elementami.

Cele rozprawy i hipotezy badawcze

Celem głównym dysertacji jest ocena roli i znaczenia koncepcji przepływów pieniężnych w wyborze strategii finansowej przedsiębiorstwa. Cel główny został określony w sposób poprawny i jednoznacznie nakreślił kierunek badań teoretycznych i empirycznych. Oprócz celu głównego zostały też sformułowane trzy cele cząstkowe.

Sformułowane cele mają charakter komplementarny i pozwalają osiągnąć cel główny opracowania. Odnoszą się z jednej strony do określenia roli przepływów pieniężnych jako czynnika determinującego wybór strategii finansowej, znaczenie przepływów pieniężnych dla decyzji finansowych (w tym struktury kapitału). Z drugiej strony dotyczą wpływu przepływów pieniężnych na skutki finansowe (sytuację finansową i wartość przedsiębiorstwa).

Hipoteza główna zakłada, że wybór strategii finansowej przedsiębiorstwa wymaga uwzględnienia jej związku i zależności z poziomem i strukturą przepływów pieniężnych. Dyskusyjne jest formułowanie hipotezy z wykorzystaniem wyrażenia postulatywnego (wymaga), gdyż z jednej strony wskazuje na łatwość potwierdzenia przypuszczenia wyrażonego w hipotezie głównej (tak, wymaga) a z drugiej strony na trudności w empirycznej jej weryfikacji (jakimi metodami i na bazie jakich danych przyjąć lub odrzucić tak sformułowaną hipotezę). Podobne wątpliwości budzi sformułowanie cząstkowych hipotez H1 oraz H2. Natomiast cząstkowe hipotezy H3 oraz H4 wydają się być sformułowane w sposób umożliwiający ich empiryczną weryfikację przy zastosowaniu metod naukowych (np. korelacji czy regresji). Jest to kwestia jednak tylko sformułowania i użycia pewnych wyrażeń. Przeformułowanie tych hipotez ułatwiłoby ich weryfikację, ale i w obecnym ich brzmieniu nadal jest to możliwe, chociaż trudniejsze.



Konstrukcja i treść rozprawy

Praca składa się z wprowadzenia, czterech rozdziałów oraz zakończenia, spisu literatury, rysunków, wykresów i tabel. Do pracy nie dołączono kwestionariusza ankiety/wywiadu.

We wprowadzeniu zawarto założenia badawcze ocenianej pracy. Zawarto tu uzasadnienie wyboru tematu pracy, prezentacji celu głównego i hipotezy badawczej, zestawienie celów; omówiona została też struktura opracowania. W rozdziale pierwszym (obejmującym 58 stron) skoncentrowano się na zagadnieniach teoretycznych związanych bezpośrednio z istotą sprawozdania z przepływów pieniężnych i jego konstrukcji. Wskazano na powiązania przepływów pieniężnych ze strategią finansową oraz jej obszarami. W rozdziale tym wskazano również związek przepływów pieniężnych oraz strategii finansowej z wartością przedsiębiorstwa (celu działania podmiotu gospodarczego). Rozdział drugi ocenianej dysertacji (zawarty na 51 stronach) koncentruje się wokół zagadnień związanych już tylko z operacyjnymi przepływami pieniężnymi, a w szczególności z czynnikami oddziałującymi na ich poziom oraz z zasobami środków pieniężnych i zarządzaniem gotówką. W rozdziale trzecim (zawartym na 52 stronach) poruszone zostały zagadnienia instrumentów i transakcji rynku finansowego w zarządzaniu ryzykiem przepływów pieniężnych. Rozdział czwarty (obejmujący 43 stron) stanowi część empiryczną pracy; opisano tu założenia badań oraz przedstawiono wyniki badań jakościowych i ilościowych. W zakończeniu zawarto wnioski z badań.

Układ pracy jest logiczny a praca kompletna. Treść rozprawy obejmuje 235 stron. Treść pracy jest zgodna z tematem pracy i została podporządkowana celom pracy badawczej. Podkreślić jednak należy pewien niedostatek zawartości rozdziału empirycznego. Duża ilość zgromadzonego materiału empirycznego uzasadniałaby zwiększenie zawartości i, w konsekwencji, objętości tego rozdziału. Podkreślić jednak należy, że zawartość tego rozdziału jest odpowiednia do przyjętego zakresu badań.

Wykorzystane źródła

Do prowadzonych badań teoretycznych Autor wykorzystał ponad 400 pozycji literaturowych, w tym ponad 250 to pozycje zwarte oraz blisko 140 to artykuły w czasopismach naukowych. Część wykorzystanych źródeł to publikacje w języku obcym



(angielskim lub niemieckim). Wykorzystana literatura jest aktualna i powiązana z tematyką rozprawy.

Do prowadzonych badań empirycznych Autor korzystał z dwu rodzaju danych: danych jakościowych pozyskanych w ramach procesu ankietowania (103 respondentów pochodzących z podmiotów prywatnych nienotowanych na GPW) oraz danych ilościowych (pochodzących z podmiotów publicznych notowanych na GPW: 14 spółek należących do WIG20, 35 spółek z indeksu mWIG40 oraz 74 spółki z indeksu sWIG80, co daje łączną liczbę 123 podmiotów gospodarczych). Zgromadzone dane jakościowe w procesie ankietowania odzwierciedlają perspektywę zarządzających, podczas gdy zgromadzone dane finansowe pozwalają na oddanie perspektywy inwestorów. Zakres czasowy zgromadzonych danych ilościowych obejmuje lata 2016-2020.

Wykorzystane źródła zarówno do części teoretycznej, jak i empirycznej są zróżnicowane i aktualne. Opis doboru podmiotów gospodarczych do badań został opisany w sposób wyczerpujący. Źródła danych do części empirycznej, pomimo zróżnicowania ich pochodzenia, pozwalają stworzyć bazę danych umożliwiającą ich wykorzystanie w badaniu naukowym i sformułowanie jednoznacznych wniosków w procesie weryfikacji hipotez badawczych. Dobór wykorzystanych źródeł jest prawidłowy.

Zastosowane metody badawcze

W części teoretycznej Doktorant zastosował metody krytycznej analizy literatury tematu: przepływów pieniężnych, strategii finansowych, wartości przedsiębiorstwa.

W badaniach empirycznych zastosowano zróżnicowane metody pozyskania danych. Do prowadzonych własnych badań empirycznych Autor korzystał z dwu rodzaju danych: danych jakościowych pozyskanych w ramach procesu ankietowania oraz danych ilościowych. Zgromadzony materiał badawczy oceniam jako wartościowy i ilościowo imponujący. Na szczególną uwagę zasługują przeprowadzone badania ankietowe i zgromadzone w nim dane z ponad 100 podmiotów gospodarczych. Ciekawym rozwiązaniem w badaniach ilościowych było pozyskanie danych finansowych spółek będących reprezentantami spółek notowanych na GPW w zależności od wielkości podmiotu gospodarczego: dużych (14 spółek należących do WIG20), średnich (35 spółek należących do mWIG40) oraz małych (74 spółki z indeksu sWIG80).



Celem badania jakościowego była identyfikacja stosowanych strategii finansowych przez przedsiębiorstwa oraz przesłanek i konsekwencji ich wyboru, analiza i ocena czynników kształtujących przepływy pieniężne oraz ocena determinantów podejmowania decyzji finansowych oraz inwestycyjnych oraz wyboru optymalnej struktury kapitału. W badaniach jakościowych, pierwsze pytanie miało charakter zamknięty i dotyczyło wskazania dominującej strategii finansowej w przedsiębiorstwie – defensywnej lub ofensywnej. W drugim pytaniu przedstawiono listę dziewięciu potencjalnych motywów wyboru danej strategii finansowej w zakresie przepływów pieniężnych z prośbą o wskazania maksymalnie pięciu najważniejszych spośród dziewięciu. Kolejny obszar problemowy reprezentowany był przez trzy kolejne pytania. Pierwsze z nich dotyczyło znaczenia wykorzystania podstawowych kategorii ekonomicznych (np. zysk netto lub operacyjne przepływy pieniężne) w procesie decyzyjnym (z zastosowaniem 5-stopniowej skali Likerta). Kolejne dwa pytania dotyczyły wskazania maksymalnie pięciu kluczowych podstaw podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowych wśród dziewięciu zaproponowanych. W dalszej części wywiadu poproszono respondentów o wskazanie maksymalnie pięciu kluczowych czynników kształtujących przepływy pieniężne (które Autor zidentyfikował w procesie studiów literatury przedmiotu) w podziale na zewnętrzne i wewnętrzne. W ostatnim pytaniu respondenci mieli dokonać oceny znaczenia siedmiu wskazanych czynników na wybór optymalnej struktury kapitału w przedsiębiorstwie z wykorzystaniem 5-stopniowej skali Likerta. Pełną ocenę zadawanych pytań oraz zastosowanego narzędzia służącego do gromadzenia danych utrudnia brak dołączonego do pracy formularza. Jednak, na podstawie przedstawionego w rozprawie opisu prowadzonych badań można stwierdzić, że sformułowane pytania powiązane są z celami badań prowadzonych w ocenianej rozprawie.

Celem badania ilościowego było zbadanie wpływu przepływów pieniężnych i stosowanej strategii finansowej na wartość rynkową przedsiębiorstwa. W modelu przyjęto, iż zmienną zależną jest wskaźnik Q Tobina [TQ]. W tym celu pozyskano dane finansowe niezbędne do wyliczenia kilkunastu wskaźników finansowych oraz określono jeden z ośmiu przypadków sald przepływów pieniężnych z poszczególnych rodzajów działalności dla każdego indeksu odrębnie. Ponadto uwzględniono następujące zmienne kontrolne: udział menedżerów w akcjonariacie, niezależność wyboru menedżerów oraz liczbę członków zarządu.

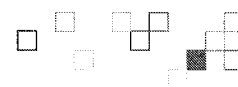


Dobór metod pozyskania danych i zakresu pozyskanych danych powiązany jest ściśle z celami prowadzonych badań.

W badaniach empirycznych zastosowano zróżnicowane metody przetwarzania uzyskanych danych. Są to głównie metody identyfikacji związku między badanymi zmiennymi.

W pierwszej kolejności, w oparciu o dane zgromadzone w badaniu ankietowym/wywiadu, zbadano zależność pomiędzy odpowiedziami na dwa pytania dotyczące znaczenia w procesie podejmowania decyzji wykorzystania podstawowych kategorii ekonomicznych (pytanie C) oraz znaczenia poszczególnych czynników determinujących optymalną strukturę kapitału (pytanie H). Jako miarę zależności przyjęto współczynnik korelacji rang Spearmana. W ostatniej części analizy zbadano zależność pomiędzy odpowiedziami udzielonymi w skali Likerta na pytania C i H, przy zastosowaniu zmiennej grupującej jaką jest stosowana strategii finansowa (defensywna lub ofensywna - pytanie A). W tym celu zastosowano test nieparametryczny U Manna-Whitney'a. Wyniki tego testu wskazały, że rodzaj stosowanej strategii ma znaczenie dla wybranych miar wykorzystywanych w procesie decyzyjnym – Miary księgowe (zysk netto, EBIT, EBITDA) oraz miar ekonomicznych (EVA - ekonomiczna wartość dodana, MVA - rynkowa wartość dodana). Ponadto, wyniki testu U Manna-Whitney'a wskazały, że rodzaj stosowanej strategii jest istotny dla wybranych czynników determinujących strukturę kapitału: maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa oraz minimalizacji poziomu ryzyka finansowego i operacyjnego. W przypadku pozostałych miar (w tym opartych na przepływach pieniężnych i czynników (w tym zagwarantowanie przedsiębiorstwu zdolności do regulowania zobowiązań – optymalnego poziomu cash flow) mają one podobne znaczenie dla zarządzających bez względu na zastosowaną strategię finansową.

Oceniając zastosowane metody przetwarzania danych uważam, że dla zgromadzonych danych możliwe byłoby zastosowanie szerszego zakresu metod statystycznych (np. Chi kwadrat, ANOVA/MANOVA, analiza czynnikowa). Biorąc jednak pod uwagę postawione hipotezy badawcze, można stwierdzić, że zastosowane metody były wystarczające do ich weryfikacji i osiągnięcia założonych celów badań.



W kolejnym etapie badań – na bazie danych ilościowych – dokonano identyfikacji zależności pomiędzy zmienną Q Tobina a zmiennymi ilościowymi (współczynnik korelacji Pearsona) oraz pomiędzy zmienną Q Tobina a zmiennymi zero-jedynkowymi (test U Manna-Whitney'a). Prowadzone badania realizowane były oddzielnie dla każdej podgrupy (indeksu) oraz łącznie dla całej próby.

Ponadto, w celu wyznaczenia zbioru zmiennych wpływających istotnie na kształtowanie się zmiennej zależnej Q Tobina zbudowano model regresji wielorakiej, ze szczególnym uwzględnieniem regresji krokowej wstecznej (dla otrzymania zestaw czynników najbardziej wpływających na zmienną zależną tj. wartość firmy). W wyniku regresji krokowej stwierdzono, że czynnikami statystycznie istotnie oddziałującymi na zmienną objaśnianą Q Tobina są m.in.: wskaźnik inwestycyjnych przepływów pieniężnych, wskaźnik finansowych przepływów pieniężnych oraz wskaźnik operacyjnych przepływów pieniężnych. Potwierdza to znaczącą rolę przepływów pieniężnych dla wartości rynkowej przedsiębiorstw.

Zastosowane metody są zróżnicowane i dopasowane do pozyskanych danych i potrzeby weryfikacji hipotez. Doktorant prawidłowo dobrał metody przetworzenia danych empirycznych. W sposób przekonujący uzasadnił dobór stosowanej metody i powiązał zastosowane metody z potrzebą osiągnięcia założonych celów badawczych oraz weryfikacji hipotez. Warto podkreślić dużą liczbę zróżnicowanych danych uwzględnionych w części empirycznej.

W badaniach empirycznych zastosowano zróżnicowane metody prezentowania uzyskanych wyników badań. Autor zastosował tabelaryczne i graficzne formy prezentacji dla pozyskanych danych oraz wyników badań jakościowych i ilościowych. Uzyskane w trakcie gromadzenia materiały oraz wyniki badań zostały zaprezentowane w sposób czytelny i zrozumiały.

Na uwagę zasługuje wkład własny Autora w prowadzone badania. Autor samodzielnie zgromadził niezbędne dane, dokonał ich uporządkowania i zestawienia. Ponadto, Autor samodzielnie dobrał metody ich przetworzenia (np. wyliczenia wskaźników finansowych), zestawiał oraz zaprezentował wyniki badań własnych. Dodatkowo, Autor prezentując wyniki odwołuje się do badań wcześniejszych badań w analizowanym zakresie (np. s. 204).



Formalna strona rozprawy

Praca liczy 235 stron. Praca jest objętościowo odpowiednia. W pisaniu pracy zastosowano 37 tabel i 52 rysunki. Zastosowanie tabel i rysunków stanowi właściwe wzbogacenie i zróżnicowanie formy prezentowanych treści.

Autor w sposób zrozumiały opisuje prezentowane zagadnienia. Autor używa języka wymaganego dla tego poziomu prac naukowych. Praca zawiera słownictwo i terminologię odpowiednią dla dyscypliny ekonomia i finanse. Autor zna zasady pisania prac naukowych.

Praca została przygotowana starannie i bez większych błędów w edycji tekstu. Chociaż wątpliwe jest podwójne wskazanie w wykazie źródeł części publikacji zwartych pozycji Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych, PWN, Warszawa 1999 (nr 95 i 96) raz autorstwa M. Jerzemowskiej i drugi raz autorstwa M. Jerzmanowskiej.

Ogólna ocena dysertacji, jej walory i elementy dyskusyjne

Znane są opracowania dotyczące decyzji finansowych, strategii finansowych, przepływów pieniężnych, rachunku przepływów pieniężnych. Ale recenzowana rozprawa stanowi oryginalne i aktualne spojrzenie na problem wykorzystania kategorii przepływów pieniężnych w podejmowaniu decyzji finansowych (a szczególnie struktury kapitału) oraz znaczenia przepływów pieniężnych dla realizowanych strategii finansowych (ofensywnych lub defensywnych), a także dla skutków podjętych decyzji finansowych oraz stosowanej strategii (sytuacji finansowe, w tym wartości przedsiębiorstwa). Szeroki zakres tematyczny prowadzonych badań, jakościowy i ilościowy wymiar pozyskanych danych, znajomość metod statystycznych, prawidłowo sformułowane wnioski stanowią o odpowiedniej jakości recenzowanej rozprawy. Podsumowując, recenzowana rozprawa zasługuje na pozytywną ocenę. Jest to opracowanie, która z powodzeniem może być wykorzystane jak punkt wyjścia dla dalszych prac naukowych Autora.

Do zalet recenzowanej rozprawy doktorskiej można zaliczyć w szczególności:

- trafną identyfikację problemu badawczego oraz zakresu tematycznego badań,
- oryginalność tematu badań oraz właściwe sformułowanie celów badań,
- wykorzystaną bogatą literaturę zarówno krajową, jak i zagraniczną,



- przeprowadzenie ponad 100 wywiadów i pozyskanie dużej ilości wartościowego materiału badawczego o charakterze jakościowym,
- pozyskanie dużej liczby danych ilościowych,
- uporządkowanie i klarowne przedstawienie bogatego materiału empirycznego,
- prawidłowe zastosowanie zaawansowanych metod statystycznych,
- syntetyczne zestawienie uzyskanych wyników,
- umiejętność formułowania wniosków na podstawie przeprowadzonych przeliczeń.

Jednak praca nie jest pozbawiona mankamentów, do których zaliczyć można:

- nie dość precyzyjne sformułowanie hipotez badawczych, które mogą nastroczać problemów w procesie ich weryfikacji,
- opisywanie niektórych zagadnień na poziomie podręcznikowym bez uwzględnienia problemu badawczego i problemowego podejścia do tych opisywanych zagadnień (np. opis problematyki zarządzania zapasami),
- nie dość syntetyczne opisywanie zagadnień w rozdziałach teoretycznych, przez co ma się wrażenie, że się ciągle czyta o tym samym,
- brak dołączonego kwestionariusza ankiety/wywiadu, co utrudnia ocenę zasadności zadawanych pytań oraz ocenę uzyskanych odpowiedzi,
- nie w pełni wykorzystany zasób zgromadzonego materiału empirycznego,
- nie w pełni wykorzystane możliwości zastosowania bardziej zaawansowanych metod statystycznych.

Powyższe mankamenty są proste do usunięcia i nie zmniejszają walorów naukowych recenzowanego opracowania. Stanowią świetną bazę do dalszych rozważań naukowych, wśród których najważniejsze wydaje się być poszukiwanie w przyszłości odpowiedzi na następujące pytania:

- jak kształtuje się wrażliwość nakładów inwestycyjnych na operacyjne przepływy pieniężne (*investment - cash flow sensitivity*) w zależności od stosowanej strategii finansowej (ofensywnej lub defensywnej),
- możliwości i kierunki wykorzystania przepływów pieniężnych w zmniejszaniu problemów agencji wynikających z relacji między właścicielami i zarządzającymi (*theory of agency cost of free cash flows*) w zależności od stosowanej strategii finansowej (ofensywnej lub defensywnej).



Magister Bartosz Orliński zaprezentował odpowiedni poziom wiedzy teoretycznej i empirycznej w zakresie problematyki, której dotyczy rozprawa doktorska. Doktorant wykazał się umiejętnością samodzielnego prowadzenia badań naukowych. W sposób oryginalny i ciekawy oraz poprawny metodologicznie zrealizował postawione cele badawcze i zweryfikował hipotezy badawcze.

Konkluzja końcowa

Uwzględniając powyższe, uważam, że rozprawa doktorska mgra Bartosza Orlińskiego „Przepływy pieniężne w strategii finansowej spółek kapitałowych” spełnia wymagania stawiane tego typu pracom: prezentuje ogólną wiedzę teoretyczną Autora w dyscyplinie oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej, a przedmiotem ocenianej rozprawy doktorskiej jest oryginalne rozwiązanie problemu naukowego. Dlatego wnoszę o jej przyjęcie i dopuszczenie do publicznej obrony.

Elżbieta Bukalska

