



## RECENZJA

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Marty Celej pt.

**„Ilościowo-jakościowa metoda wyceny spółek jako narzędzie kreowania strategii opartych na inwestowaniu w wartość spółki”**

przygotowanej pod kierunkiem naukowym  
prof. UE dra hab. Krystiana Pery  
oraz promotora pomocniczego  
dra inż. Bartłomieja Jabłońskiego

### 1. Uwagi ogólne

Recenzja została sporządzona na podstawie pisma Komitetu Naukowego Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach z dnia 24 czerwca 2020 r.

Zgodnie z art. 187 pkt 1 i 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. *Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce*, rozprawa doktorska prezentuje ogólną wiedzę teoretyczną kandydata w dyscyplinie albo dyscyplinach oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej lub artystycznej. Przedmiotem rozprawy doktorskiej jest oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, oryginalne rozwiązanie w zakresie zastosowania wyników własnych badań naukowych w sferze gospodarczej lub społecznej albo oryginalne dokonanie artystyczne. Przedmiotem recenzji jest ocena przedstawionej pracy pod względem zgodności z warunkami stawianymi w art. 187 pkt 1 i 2 w związku z art. 191 pkt 1, przytoczonej ustawy, przy czym nie dotyczy pozostałych warunków wskazanych w art. 186 ust. 1 pkt 5.

### 2. Opis dysertacji

Recenzowana praca obejmuje 328 stron wydruku komputerowego, na które składają się: wprowadzenie, cztery rozdziały, wnioski z badań i zakończenie, bibliografia, spis tabel (98), spis rysunków (56). Sporządzony wykaz literatury obejmuje 179 pozycji. Do pracy nie załączono streszczenia w języku angielskim.

W pracy mgr Marta Celej (dalej „Autorka”) identyfikuje potrzebę długookresowego narzędzia do budowy strategii inwestycyjnej. W oparciu o analizę finansową podmiotów notowanych na polskim rynku

kapitałowym przedstawia autorską metodę długookresowego identyfikowania kierunku rozwoju wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa.

Układ pracy jest zwarty, praca została przygotowana starannie pod względem edycyjnym, brak oczywistych błędów strukturalnych. Praca jest obszerna, narracja miejscami kwiecista i rozbudowana oraz merytorycznie utrzymana na podobnym poziomie. W rozprawie zastosowano różne formy prezentacji treści (tabele i wykresy) przez co pomimo złożoności zagadnienia przedstawionego w pracy, sama praca jest relatywnie łatwa w odbiorze.

### 3. Ocena ogólnej wiedzy teoretycznej kandydata

Ocena ogólnej wiedzy na podstawie jednej pozycji jest procesem w naturalny sposób obciążonym, bo nie uwzględnia pozostałego dorobku Kandydatki. Z tym zastrzeżeniem przedstawiono wnioski na podstawie dysertacji.

W istocie rozdziały 1 i 2 obejmują dyskusję o wartości przedsiębiorstwa oraz strategii inwestycyjnej. Przedstawiony spis literatury jest oparty w głównej mierze o materiał syntetyczny, pozycje książkowe i podręczniki w języku polskim. Zastanawia ograniczony udział pozycji źródłowych na poziomie artykułów naukowych, zaś niektóre odwołania literaturowe (np. s. 312 poz. 24, s. 317 poz. 95-96, s. 319 poz. 164-165) należy traktować jako uchybienia techniczne, bo nie wskazują jednoznacznie na pozycję literaturową, której dotyczą. Wszak w tekście głównym odwołania są prowadzone do poszczególnych artykułów (por. np. przypisy 206-207, s. 110) nie wykazanych w spisie literatury, co uważam za dość nietypową formę prezentacji. W rozprawie powołano się na relatywnie mało najnowszych pozycji (w bibliografii ujęto cztery pozycje literaturowe wydane po 2014 roku). Autorka nie wskazuje wyraźnie w pracy powodu wyboru takiego poziomu szczegółowości analizy piśmiennictwa. Wybór poziomu szczegółowości pracy można zinterpretować dwojako. Z perspektywy poziomu oceny wiedzy teoretycznej oraz z perspektywy celu pracy. Osobiście po przeczytaniu pracy, rozstrzygam tę wątpliwość na korzyść Autorki. Mianowicie, praca ma charakter bardziej użytkowy niż teoretyczny. Potrzebą poznawczą Autorki było wykreowanie narzędzia, które ma cechy aplikacyjne, stąd sama dyskusja teoretyczna nie jest głównym nośnikiem przekazu oraz nie jest przedmiotem uzupełnianej luki badawczej. Za rozstrzygnięciem tym przemawia konsekwencja prezentacji dyskusji teoretycznej na przyjętym poziomie szczegółowości. Autorka dzięki takiej narracji nie wpada w pułapkę zestawiania publikacji nierecenzowanych z recenzowanymi, czy też artykułów specjalistycznych z podręcznikami dziedzinowymi, co osobiście doceniam. Sięgając do „pierworodnych” pozycji dotyczących wyceny jak np. praca M. Kufła Autorka buduje spójny przekaz merytoryczny, wskazując na dorobek teoretyków i praktyków jak: B. Graham, W. Buffett, Ch. Munger, P. Lynch, J. Neff czy też P. Fisher. Autorka nie stroni jednak od rozszerzenia dyskusji w stronę bardziej ogólnych poglądów przedstawiając np. dorobek Modiglianiego-Millera, czy wskazując na wady CAPM. Pomimo spójności narracji w tym aspekcie brakuje rozszerzenia perspektywy i osadzenia dyskusji w szerszym spektrum prac takich badaczy jak H. Markowitz<sup>1</sup>, E. Altman<sup>2</sup>. Aczkolwiek

---

<sup>1</sup> Markowitz, H. (1952), *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, 7, s. 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x> (dostęp: 12.07.2020).

<sup>2</sup> Altman E. (1968), *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*. The Journal of Finance, 23(4), s. 589-609.

przyjęcie w części empirycznej analizy założenia o nieefektywności sprowokowało dyskusję dorobku E. Famy<sup>3</sup>, ale już niekoniecznie G. Akerlofa<sup>4</sup> i R. Shillera<sup>5</sup>.

Niewątpliwie istotną zaletą pracy jest synteza dyskusji teoretycznej (na przykład: tabele nr 2, 3, 22). Podrozdział drugi rozdziału drugiego wskazuje na autentyczne zainteresowanie, pasję Autorki i zdolność do spójnej prezentacji i syntezy prac innych badaczy i praktyków. Jest to w moim odczuciu wystarczającym argumentem do stwierdzenia, że przedstawiona praca potwierdza wysoki poziom wiedzy teoretycznej Autorki.

#### 4. Ocena umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej

Kwintesencją pracy badawczej jest ważkość, nowatorstwo oraz weryfikowalność wyników pracy badawczej. Ważkość i nowatorstwo zostanie ocenione w kolejnym punkcie recenzji. Weryfikowalność, powtarzalność czy też sprawdzalność badania wiąże się z trzema aspektami: metodyką postępowania badawczego, rygiorem zebrania i oceny materiału badawczego oraz stabilnością wyników.

W aspekcie metodycznym praca jest prawidłowa z niewielkimi potknięciami. Autorka stawia pytanie badawcze „czy w perspektywie długoterminowej podstawowe wyznaczniki wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa determinują również jego wartość rynkową”. Formułuje cel badania jakim jest „opracowanie i weryfikacja skuteczności autorskiego narzędzia kreowania strategii inwestowania w wartość wykorzystującego indukcyjną ilościowo-jakościową metodykę wyceny spółek” (s. 9). Cel ogólny Autorka uszczegóławia celami szczegółowymi. Dalej konkretyzuje Ona cel w postaci hipotez badawczych i stawia hipotezę główną „zastosowanie ilościowo-jakościowej metody wyceny spółek pozwala podmiotowi inwestującemu w wartość wyselekcjonować te spółki, które w długim przedziale czasowym pozwolą osiągnąć ponadprzeciętną stopę zwrotu”. Jednak wskazanie hipotezy nie jest wyprowadzone wprost ze zidentyfikowanej luki badawczej. O ile powiązanie celu z hipotezą nie budzi wątpliwości, o tyle powiązanie pytania badawczego z celem i hipotezą nie jest dla mnie jednoznaczne, bo jeśli stworzony model pozwala na osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu, to czy można z tego faktu wnioskować o tym, że wyznacznik wartości wewnętrznej determinują wartość rynkową? Z tym pytaniem czytelnik został sam na sam.

Zweryfikowanie głównej i cząstkowych hipotez jest kluczowym aspektem pracy badawczej, wszak Autorka nie pokazuje wprost związku między stosowaną metodyką a zdolnością do przyjęcia lub odrzucenia hipotezy badawczej, czyni to nie wprost w części dyskusji wyników. Czytelnik nie ma wiedzy w jaki sposób np. analiza skupień pozwala na weryfikację lub odrzucenie hipotezy badawczej, a czy retrospektywna analiza wyniku inwestycji na podstawie nielosowo wybranej próby pozwala na uogólnienie wyników na populację. To wszak jest perspektywa głównie ilościowa, ale czy można zweryfikować hipotezę metodami jakościowym, otóż tak, lecz trzeba to omówić w pracy, czego moim zdaniem jej brakuje. Autorka wręcz intuicyjnie uzupełnia metodykę ilościową o warstwę jakościową pokazując zdecydowanie szerszą perspektywę tak typową dla nauk społecznych w przeciwieństwie do technicznych.

Przedmiotem badania są podmioty gospodarcze, a ich wybór jest przeprowadzony nielosowo na podstawie kryteriów stanowiących część kreowanej strategii inwestycyjnej. Podoba mi się syntetyczne ujęcie planu badania przedstawione s. 10 i 12 i dalej w tabeli 24, na rysunku 2, co powala na łatwą

<sup>3</sup> Fama, E. F. (1980), *Agency Problems and the Theory of the Firm*. Journal of Political Economy, 88(2), s. 288–307. <https://doi.org/10.2307/1837292> (dostęp: 15.07.2020).

<sup>4</sup> Akerlof, G. (1970), *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, 84(3), s. 488–500. <http://www.jstor.org/stable/10.2307/1879431> (dostęp: 15.07.2020).

<sup>5</sup> Shiller, R. J. (1981), *Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?* American Economic Review, 71(3), s. 421–436.

nawigację po schemacie badania. Opis materiału źródłowego jest zadawalający. W szczególności należy docenić wrażliwość Autorki na problematykę jakości i spójności danych sprawozdawczych. W pracy Autorka wskazuje na problemy praktyczne związane ze zmianą przepisów (standardów) sprawozdawczości finansowej, różnorodnością form samych sprawozdań zarówno pod względem czasowym jak i przedmiotowym. Jednakże nie wypowiada się Ona co do jakości danych przyjmując milcząco dane ze sprawozdań opatrzonych zarówno pozytywnymi i modyfikowanymi opiniami biegłych rewidentów za równorzędne. W pracy także nie wyodrębniono dyskusji o ograniczeniu wyników badania. Kolejnym aspektem metodycznie oczekiwanym byłaby ocena stabilności wyników przez pryzmat zastosowanej metodyki badania i potencjalnego alternatywnego podejścia. Jest to cecha dojrzałych monografii naukowych, w tej pracy niestety nieobecna, a szkoda.

Pomimo wskazanych obszarów potencjalnego rozwoju w moim przekonaniu praca wskazuje na opanowanie warsztatu badawczego oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy badawczej.

## 5. Ocena oryginalności rozwiązanie problemu naukowego

W dyskursie naukowym jako pierwotne kryterium dla artykułów i dysertacji naukowych przyjmuje się nowatorstwo (co nowego wnosi?) i wpływ (co z tego wynika?) badania na zasób naukowy. W ocenie pracy doktorskiej ustawodawca położył nacisk nowatorstwo stosując kryterium oryginalności rozwiązania. Słownik języka polskiego PWN definiuje oryginalność przez zaprzeczenie jako: 1. «niebędący kopią, przeróbką ani falsyfikatem», 2. «nieopierający się na wzorach», 3. «odbiegający od tego, co jest powszechnie znane lub przyjęte». Oryginalność jest więc wprost powiązana z luką badawczą. Niestety Autorka w rozdziałach 1 i 2 pracy nie zdefiniowała bezpośrednio i nie wyprowadziła z poprzednich badań luki badawczej, a wobec powyższego sformułowana hipoteza nie ma bezpośredniego oparcia w ocenie prac innych badaczy. Jednak w przytoczonej literaturze nie wskazano pracy o charakterze zbieżnym pod względem pytania, celu, hipotezy i rynku. O ile w piśmiennictwie światowym podobne badania miały miejsce, o tyle recenzent nie potrafi wskazać przykładu, w piśmiennictwie polskim, takiego rozwiązania, jakie proponuje Autorka. Oczywiście nie stanowi to w pełni satysfakcjonującego argumentu badawczego, bo wszak sam recenzent jest ograniczony poznawczo, lecz daje asumpt do migracji wskazanego ryzyka. Niemniej w prawidłowo przeprowadzonym wywodzie Autorka powinna wskazać wprawdzie zakres luki badawczej a następnie przedstawić argument przemawiający za kompletnością ujęcia przeglądu literatury<sup>6</sup>. To wszak jest raczej wymogiem dotyczącym nie dysertacji doktorskiej a bardziej zaawansowanych monografii.

Bezspornie oryginalnym aspektem pracy jest budowa hybrydy ilościowo-jakościowej do wspomaganie długoterminowej strategii inwestycyjnej. Autorka sprawnie unika pułapki formułowania heurystyki poznawczej, a w zamian proponuje spójny logiczny system klasyfikacji i ważenia obszarów analitycznych. I w tym aspekcie nie mam wątpliwości, iż przedstawione podejście jest oryginalne. Pomimo tego, że nie do końca czytelnik wie na ile taka hybryda jest uniwersalna, to sam fakt jej zaistnienia jest przejawem oryginalnego rozwiązania problemu badawczego.

Autorka zaskakuje powiązaniem prostych metod ilościowych (jak klasyfikacja obiektów) do złożonych długookresowych procesów inwestycyjnych, co prowadzi niewątpliwie do budowania koncepcji możliwych do wykorzystywania w praktyce i możliwych do weryfikacji *ex post*. Jest to zatem samo w sobie argumentem wskazującym na dojrzałość badawczą Autorki, bo możliwości aplikacyjne w naukach empirycznych nie należy nie doceniać.

---

<sup>6</sup> Na przykład stosując metaanalizę lub regresję i drążenie cytowań por. Tomczak, S. K., & Staszkiwicz, P. (2020), *Cross-Country Application of Manufacturing Failure Models*. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(2), s. 34. <https://doi.org/10.3390/jrfm13020034> (dostęp: 18.07.2020).

Podsumowując, recenzowana praca charakteryzuje się odpowiednim poziomem oryginalności rozwiązania prezentowanego problemu naukowego, nie jest kopią, przeróbką ani falsyfikatem innego badania, nie opiera się na utartych wzorach i odbiega od tego, co jest powszechnie znane.

## 6. Pozostałe uwagi

Recenzja pracy przez pryzmat kryteriów wyznaczonych przez ustawodawcę pozostawia lekki niedosyt. W tej perspektywie praca wydaje się być przeciętna, a wszak tak nie jest. Specyficzną cechą badań ekonomicznych jest ich szerokie spektrum i interdyscyplinarność. Badając zachowanie człowieka oraz sposób alokacji zasobów próbujemy godzić podejścia czysto jakościowe i czysto ilościowe w ich odmiennych perspektywach badawczych. Stąd gro prac przyjmuje jedną lub drugą optykę. Recenzowana praca wyróżnia się na tym tle, ponieważ Autorka stara się pogodzić, czasami wręcz wykluczające się, podejścia oraz analizować problem badawczy wielokierunkowo. Takie odważne podejście niewątpliwie zasługuje na uznanie. To wszak generuje ryzyko na poziomie operacyjnym, ponieważ niektóre wybory są bądź intuicyjne, bądź przemilczane. Na przykład ujęcie wartości rynkowej nie było kontrastowane z wartością godziwą, wartość przedsiębiorstwa przedstawiona w zderzeniu z wartością instrumentu finansowego w szerszym stopniu wskazywałaby na charakterystykę tej pierwszej.

Pomimo lektury pracy, nadal jako recenzent nie jestem pewien niektórych wyborów Autorki, a w szczególności:

1. nie wiem według jakich kryteriów Autorka dokonała przeglądu literatury,
2. na ile przedstawiona metoda jest stabilna, to jest czy istnieje alternatywny sposób jej weryfikacji.

Nie zmienia to wszak mojej ogólnej oceny i konkluzji dotyczącej pracy.

## 7. Konkluzja recenzji

Stwierdzam, że praca pt. „Ilościowo-jakościowa wycena spółek jako narzędzie kreowania strategii inwestowania w wartość spółki” spełnia wymagania stawiane rozprawom doktorskim. Stawiam wniosek o dopuszczenie jej do publicznej obrony. Niezależnie od możliwych uwag krytycznych uważam też, że oceniana praca może kandydować do uznania za wyróżniającą.

B.08.2020 r.



## **RECENZJA**

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Marty Celej pt.

**„Ilościowo-jakościowa metoda wyceny spółek jako narzędzie kreowania strategii opartych na inwestowaniu w wartość spółki”**

przygotowanej pod kierunkiem naukowym  
prof. UE dra hab. Krystiana Pery  
oraz promotora pomocniczego  
dra inż. Bartłomieja Jabłońskiego

### 1. Uwagi ogólne

Recenzja została sporządzona na podstawie pisma Komitetu Naukowego Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach z dnia 24 maja 2021 r.

Niniejsza recenzja stanowi ocenę skorygowanej przez Autorkę rozprawy.

### 2. Opis dysertacji

Recenzowana praca obejmuje 349 stron wydruku komputerowego, na które składają się: wprowadzenie, cztery rozdziały, wnioski z badań i zakończenie, spis literatury, spis tabel (108), spis rysunków (57). Sporządzony wykaz literatury obejmuje 180 pozycji. Do pracy nie załączono streszczenia w języku angielskim.

W pracy mgr Marta Celej (dalej „Autorka”) identyfikuje potrzebę długookresowego narzędzia do budowy strategii inwestycyjnej. W oparciu o analizę finansową podmiotów notowanych na polskim rynku kapitałowym przedstawia autorską metodę długookresowego identyfikowania kierunku rozwoju wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa.

Układ pracy jest zwarty, praca została przygotowana starannie pod względem edycyjnym, brak oczywistych błędów strukturalnych. Praca jest obszerna, narracja miejscami kwiecista i rozbudowana oraz merytorycznie utrzymana na podobnym poziomie. W rozprawie zastosowano różne formy prezentacji treści (tabele i wykresy) przez co pomimo złożoności zagadnienia przedstawionego w pracy, sama praca jest relatywnie łatwa w odbiorze.

### 3. Ocena ogólnej wiedzy teoretycznej kandydata

Ocena ogólnej wiedzy na podstawie jednej pozycji jest procesem w naturalny sposób obciążonym, bo nie uwzględnia pozostałego dorobku Kandydatki. Z tym zastrzeżeniem przedstawiono wnioski na podstawie dysertacji.

W istocie rozdziały 1 i 2 obejmują dyskusję o wartości przedsiębiorstwa oraz strategii inwestycyjnej. Przedstawiony spis literatury jest oparty w głównej mierze o materiał syntetyczny, pozycje książkowe i podręczniki w języku polskim. Zastanawia ograniczony udział pozycji źródłowych na poziomie artykułów naukowych, zaś niektóre odwołania literaturowe (np. s. 333 poz. 24, s. 337 poz. 95-96, s. 319 poz. 164-165) należy traktować jako uchybienia techniczne, bo nie wskazują jednoznacznie na pozycję literaturową, której dotyczą. Wszak w tekście głównym odwołania są prowadzone do poszczególnych artykułów (por. np. przypisy 206-207, s. 110) nie wykazanych w spisie literatury, co uważam za dość nietypową formę prezentacji. W rozprawie powołano się na relatywnie mało najnowszych pozycji (w bibliografii ujęto cztery pozycje literaturowe wydane po 2014 roku). Autorka nie wskazuje wyraźnie w pracy powodu wyboru takiego poziomu szczegółowości analizy piśmiennictwa. Wybór poziomu szczegółowości pracy można zinterpretować dwojako. Z perspektywy poziomu oceny wiedzy teoretycznej oraz z perspektywy celu pracy. Osobiście po przeczytaniu pracy, rozstrzygam tę wątpliwość na korzyść Autorki. Mianowicie, praca ma charakter bardziej użytkowy niż teoretyczny. Potrzebą poznawczą Autorki było wykreowanie narzędzia, które ma cechy aplikacyjne, stąd sama dyskusja teoretyczna nie jest głównym nośnikiem przekazu oraz nie jest przedmiotem uzupełnianej luki badawczej. Za rozstrzygnięciem tym przemawia konsekwencja prezentacji dyskusji teoretycznej na przyjętym poziomie szczegółowości. Autorka dzięki takiej narracji nie wpada w pułapkę zestawiania publikacji nierecenzowanych z recenzowanymi, czy też artykułów specjalistycznych z podręcznikami dziedzinowymi, co osobiście doceniam. Sięgając do „pierworodnych” pozycji dotyczących wyceny jak np. praca M. Kufła Autorka buduje spójny przekaz merytoryczny, wskazując na dorobek teoretyków i praktyków jak: B. Graham, W. Buffett, Ch. Munger, P. Lynch, J. Neff czy też P. Fisher. Autorka nie stroni jednak od rozszerzenia dyskusji w stronę bardziej ogólnych poglądów przedstawiając np. dorobek Modiglianiego-Millera, czy wskazując na wady CAPM. Pomimo spójności narracji w tym aspekcie brakuje rozszerzenia perspektywy i osadzenia dyskusji w szerszym spektrum prac takich badaczy jak H. Markowitz<sup>1</sup>, E. Altman<sup>2</sup>. Aczkolwiek przyjęcie w części empirycznej analizy założenia o nieefektywności spowodowało dyskusję dorobku E. Fama<sup>3</sup> (s. 105), ale już niekoniecznie G. Akerlofa<sup>4</sup> i R. Shillera<sup>5</sup>.

Niewątpliwie istotną zaletą pracy jest synteza dyskusji teoretycznej (na przykład: tabele nr 2, 3, 22). Podrozdział drugi rozdziału drugiego wskazuje na autentyczne zainteresowanie, pasję Autorki i zdolność do spójnej prezentacji i syntezy prac innych badaczy i praktyków. Jest to w moim odczuciu wystarczającym argumentem do stwierdzenia, że przedstawiona praca potwierdza wysoki poziom wiedzy teoretycznej Autorki.

#### 4. Ocena umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej

Kwintesencją pracy badawczej jest ważkość, nowatorstwo oraz weryfikowalność wyników pracy badawczej. Ważkość i nowatorstwo zostaną ocenione w kolejnym punkcie recenzji. Weryfikowalność, powtarzalność czy też sprawdzalność badania wiąże się z trzema aspektami: metodyką postępowania badawczego, rygiorem zebrania i oceny materiału badawczego oraz stabilnością wyników.

---

<sup>1</sup> Markowitz, H. (1952), *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, 7, s. 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>.

<sup>2</sup> Altman E. (1968), *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*. The Journal of Finance, 23(4), s. 589-609.

<sup>3</sup> Odnosząc się do pozycji z czerwca 1992 r. (przyp. 190), przy czym pomijając fundamentalną pozycję tj. Fama, E. F. (1980), *Agency Problems and the Theory of the Firm*. Journal of Political Economy, 88(2), s. 288–307. <https://doi.org/10.2307/1837292>.

<sup>4</sup> Akerlof, G. (1970), *The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, 84(3), s. 488–500. <http://www.jstor.org/stable/10.2307/1879431>.

<sup>5</sup> Shiller, R. J. (1981), *Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?* American Economic Review, 71(3), s. 421–436.

W aspekcie metodycznym praca jest prawidłowa z niewielkimi potknięciami. Autorka stawia pytanie badawcze „czy w perspektywie długoterminowej podstawowe wyznaczniki wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa determinują również jego wartość rynkową” (s. 6). Formułuje cel badania jakim jest „opracowanie i weryfikacja skuteczności autorskiego narzędzia kreowania strategii inwestowania w wartość wykorzystującego indukcyjną ilościowo-jakościową metodykę wyceny spółek” (s. 9). Cel ogólny Autorka uszczegóławia celami szczegółowymi. Dalej konkretyzuje Ona cel w postaci hipotez badawczych i stawia hipotezę główną „zastosowanie ilościowo-jakościowej metody wyceny spółek pozwala podmiotowi inwestującemu w wartość wyselekcjonować te spółki, które w długim przedziale czasowym pozwolą osiągnąć ponadprzeciętną stopę zwrotu”. Jednak wskazanie hipotezy nie jest wyprowadzone wprost ze zidentyfikowanej luki badawczej. O ile powiązanie celu z hipotezą nie budzi wątpliwości, o tyle powiązanie pytania badawczego z celem i hipotezą nie jest dla mnie jednoznaczne, bo jeśli stworzony model pozwala na osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu, to czy można z tego faktu wnioskować o tym, że wyznacznik wartości wewnętrznej determinują wartość rynkową? Z tym pytaniem czytelnik został sam na sam.

Zweryfikowanie głównej i częściowych hipotez jest kluczowym aspektem pracy badawczej, wszak Autorka nie pokazuje wprost związku między stosowaną metodyką a zdolnością do przyjęcia lub odrzucenia hipotezy badawczej, czyni to nie wprost w części dyskusji wyników. Czytelnik nie ma wiedzy w jaki sposób np. analiza skupień pozwala na weryfikację lub odrzucenie hipotezy badawczej, a czy retrospektywna analiza wyniku inwestycji na podstawie nielosowo wybranej próby pozwala na uogólnienie wyników na populację. To wszak jest perspektywa głównie ilościowa, ale czy można zweryfikować hipotezę metodami jakościowym, otóż tak, lecz trzeba to omówić w pracy, czego moim zdaniem jej brakuje. Autorka wręcz intuicyjnie uzupełnia metodykę ilościową o warstwę jakościową pokazując zdecydowanie szerszą perspektywę tak typową dla nauk społecznych w przeciwieństwie do technicznych.

Przedmiotem badania są podmioty gospodarcze, a ich wybór jest przeprowadzony nielosowo na podstawie kryteriów stanowiących część kreowanej strategii inwestycyjnej. Podoba mi się syntetyczne ujęcie planu badania przedstawione s. 10 i 12 i na rysunku 2 i nowym 3., co powala na łatwą nawigację po schemacie badania. Opis materiału źródłowego jest zadawalający. W szczególności należy docenić wrażliwość Autorki na problematykę jakości i spójności danych sprawozdawczych. W pracy Autorka wskazuje na problemy praktyczne związane ze zmianą przepisów (standardów) sprawozdawczości finansowej, różnorodnością form samych sprawozdań zarówno pod względem czasowym jak i przedmiotowym. Jednakże nie wypowiada się Ona co do jakości danych przyjmując milcząco dane ze sprawozdań opatrzonej zarówno pozytywnymi i modyfikowanymi opiniami biegłych rewidentów za równorzędne. W pracy także nie wyodrębniono dyskusji o ograniczeniu wyników badania. Kolejnym aspektem metodycznie oczekiwanym byłaby ocena stabilności wyników przez pryzmat zastosowanej metodyki badania i potencjalnego alternatywnego podejścia. Jest to cecha dojrzałych monografii naukowych, w tej pracy niestety nieobecna, a szkoda.

Pomimo wskazanych obszarów potencjalnego rozwoju w moim przekonaniu praca wskazuje na opanowanie warsztatu badawczego oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy badawczej.

## 5. Ocena oryginalności rozwiązanie problemu naukowego

W dyskursie naukowym jako pierwotne kryterium dla artykułów i dysertacji naukowych przyjmuje się nowatorstwo (co nowego wnosi?) i wpływ (co z tego wynika?) badania na zasób naukowy. W ocenie pracy doktorskiej ustawodawca położył nacisk nowatorstwo stosując kryterium oryginalności rozwiązania. Słownik języka polskiego PWN definiuje oryginalność przez zaprzeczenie jako: 1. «niebędący kopią, przeróbką ani falsyfikatem», 2. «nieopierający się na wzorach», 3. «odbiegający od tego, co jest powszechnie znane lub przyjęte». Oryginalność jest więc wprost powiązana z luką badawczą. Niestety Autorka w rozdziałach 1 i 2 pracy nie zdefiniowała bezpośrednio i nie wyprowadziła z poprzednich badań luki badawczej, a wobec powyższego sformułowana hipoteza



nie ma bezpośredniego oparcia w ocenie prac innych badaczy. Jednak w przytoczonej literaturze nie wskazano pracy o charakterze zbieżnym pod względem pytania, celu, hipotezy i rynku. O ile w piśmiennictwie światowym podobne badania miały miejsce, o tyle recenzent nie potrafi wskazać przykładu, w piśmiennictwie polskim, takiego rozwiązania, jakie proponuje Autorka. Oczywiście nie stanowi to w pełni satysfakcjonującego argumentu badawczego, bo wszak sam recenzent jest ograniczony poznawczo, lecz daje asumpt do migracji wskazanego ryzyka. Niemniej w prawidłowo przeprowadzonym wywodzie Autorka powinna wskazać wprawdzie zakres luki badawczej a następnie przedstawić argument przemawiający za kompletnością ujęcia przeglądu literatury<sup>6</sup>. To wszak jest raczej wymogiem dotyczącym nie dysertacji doktorskiej a bardziej zaawansowanych monografii.

Bezspornie oryginalnym aspektem pracy jest budowa hybrydy ilościowo-jakościowej do wspomaganie długoterminowej strategii inwestycyjnej. Autorka sprawnie unika pułapki formułowania heurystyki poznawczej, a w zamian proponuje spójny logiczny system klasyfikacji i ważenia obszarów analitycznych. I w tym aspekcie nie mam wątpliwości, iż przedstawione podejście jest oryginalne. Pomimo tego, że nie do końca czytelnik wie na ile taka hybryda jest uniwersalna, to sam fakt jej zaistnienia jest przejawem oryginalnego rozwiązania problemu badawczego.

Autorka zaskakuje powiązaniem prostych metod ilościowych (jak klasyfikacja obiektów) do złożonych długookresowych procesów inwestycyjnych, co prowadzi niewątpliwie do budowania koncepcji możliwych do wykorzystywania w praktyce i możliwych do weryfikacji *ex post*. Jest to zatem samo w sobie argumentem wskazującym na dojrzałość badawczą Autorki, bo możliwości aplikacyjne w naukach empirycznych nie należy nie doceniać.

Podsumowując, recenzowana praca charakteryzuje się odpowiednim poziomem oryginalności rozwiązania prezentowanego problemu naukowego, nie jest kopią, przeróbką ani falsyfikatem innego badania, nie opiera się na utartych wzorach i odbiega od tego, co jest powszechnie znane.

## 6. Pozostałe uwagi

Recenzja pracy przez pryzmat kryteriów wyznaczonych przez ustawodawcę pozostawia lekki niedosyt. W tej perspektywie praca wydaje się przeciętna, a wszak tak nie jest. Specyficzną cechą badań ekonomicznych jest ich szerokie spektrum i interdyscyplinarność. Badając zachowanie człowieka oraz sposób alokacji zasobów próbujemy godzić podejścia czysto jakościowe i czysto ilościowe w ich odmiennych perspektywach badawczych. Stąd gro prac przyjmuje jedną lub drugą optykę. Recenzowana praca wyróżnia się na tym tle, ponieważ Autorka stara się pogodzić, czasami wręcz wykluczające się, podejścia oraz analizować problem badawczy wielokierunkowo. Takie odważne podejście niewątpliwie zasługuje na uznanie. To wszak generuje ryzyko na poziomie operacyjnym, ponieważ niektóre wybory są bądź intuicyjne, bądź przemilczane. Na przykład ujęcie wartości rynkowej nie było kontrastowane z wartością godziwą, wartość przedsiębiorstwa przedstawiona w zderzeniu z wartością instrumentu finansowego w szerszym stopniu wskazywałaby na charakterystykę tej pierwszej.

W zmienionej pracy wprowadzono między innymi korekty edycyjne, rozszerzenie opisu metody (pkt. 3.2), dyskusję macierzy błędów (s. 264-265), ocenę wskaźnikiem Sharpe'a (s. 288-293), dyskusję etapu VI (s. 304-315), która w istocie częściowo adresuje wyartykułowaną w pierwszej recenzji uwagę co do stabilności metody.

Pomimo lektury pracy, nadal jako recenzent nie jestem pewien niektórych wyborów Autorki, a w szczególności: nie wiem według jakich kryteriów Autorka dokonała przeglądu literatury. Nie zmienia to wszak mojej ogólnej oceny i konkluzji dotyczącej pracy.

---

<sup>6</sup> Na przykład stosując metaanalizę lub regresję i drążenie cytowań por. Tomczak, S. K., & Staszkiwicz, P. (2020), *Cross-Country Application of Manufacturing Failure Models*. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(2), s. 34. <https://doi.org/10.3390/jrfm13020034> (dostęp: 18.07.2020).

## 7. Konkluzja recenzji

Stwierdzam, że praca pt. „Ilościowo-jakościowa wycena spółek jako narzędzie kreowania strategii inwestowania w wartość spółki” spełnia wymagania stawiane rozprawom doktorskim. Stawiam wniosek o dopuszczenie jej do publicznej obrony. Niezależnie od możliwych uwag krytycznych uważam też, że oceniana praca może kandydować do uznania za wyróżniającą.

13.06.2021 r.

