

Prof. dr hab. Urszula Żuławska

Społeczna Akademia Nauk

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Iwony Gawryś zatytułowanej:
„Strategie zarządzania finansowaniem przedsiębiorstw przemysłowych
w latach 2008-2012 na przykładzie spółek giełdowych.”**

Wybrana przez mgr Iwonę Gawryś tematyka pracy doktorskiej – zarządzanie finansami w przedsiębiorstwach przemysłowych – należy do zagadnień szczególnie ważnych i aktualnych. Praca wpisuje się w nurt badań nad optymalną strukturą finansowania działalności gospodarczej. Obok znaczenia dla zwiększenia naszej wiedzy o sposobie zarządzania odznacza się również aspektami aplikacyjnymi. Toteż próba uporządkowania wiedzy w tym zakresie oraz próba weryfikacji części stwierdzeń dotyczących strategii finansowania na przykładzie spółek giełdowych zasługuje na pochwałę. Dość bogata krajowa i zagraniczna literatura przedmiotu zdaniem Doktorantki nie daje jednoznacznej odpowiedzi, jakie czynniki określają wybór strategii finansowania ani jaka struktura finansowania może być uznana za optymalna (str.5), co skłoniło ją do podjęcia w/w tematyki.

Za cel ponad dwustustronicowej rozprawy doktorskiej mgr Iwona Gawryś stawia „systematykę i identyfikację strategii zarządzania finansami przedsiębiorstw oraz analizę czynników ich realizacji” (Wstęp str.7). Główną hipotezą badawczą stawianą przez Doktorantkę jest, iż „pogłębiona analiza uwarunkowań determinujących decyzje dotyczące wyboru źródeł i form finansowania działalności przedsiębiorstwa /.../ pozwala na świadome kształtowanie struktury finansowania, przyczyniając się do poprawy zarządzania przedsiębiorstwem jako całością” (str.8). Ta raczej ogólnikowa hipoteza uzupełniona jest sześcioma konkretnymi hipotezami pomocniczymi, dotyczącymi: znaczenia struktury aktywów jako wyznacznika strategii (H1 i H3), powiązania poziomu zadłużenia z ryzykiem (H2), preferowania przez przedsiębiorstwa strategii umiarkowanych i osiągnięcia przez nie wyższej rentowności (H4 i H5), znaczenia uwarunkowań makroekonomicznych (H6).

Doktorantka w pracy posłużyła się przede wszystkim wyczerpującą analizą literatury przedmiotu, głównie w języku polskim, a w części empirycznej analizą ilościową informacji

pozyskanych ze sprawozdań finansowych spółek giełdowych (dostarczonych przez firmę Notoria Serwis) oraz danych publikowanych przez GUS i GPW. Doktorantka wybrała do badania okres po załamaniu gospodarczym 2008 roku, a więc dość specyficzny, co nie podważając wartości analizy każe zastanowić się nad możliwością uogólnienia uzyskanych wyników.

Praca podzielona jest na cztery rozdziały, z których trzy mające charakter teoretyczny oparte są na badaniach literatury, a w czwartym Doktorantka przedstawia wyniki badań empirycznych. Pracę uzupełnia wstęp, zakończenie oraz obszerny aneks (24 załączniki) zawierający materiał do analizy ilościowej oraz jej wyniki.

Pierwszy rozdział dysertacji (str. 11-58) poświęcony jest strategiom zarządzania przedsiębiorstwem. Doktorantka przedstawia w nim bardzo szeroko różne podejścia do zagadnienia strategii przedsiębiorstwa, tylko w końcowej części rozdziału poruszając temat strategii finansowych. Rozdział ten, bardzo sumiennie przygotowany, uzupełniony 13 schematami, ułatwiającymi percepcję materiału, ma znaczne walory dydaktyczne, pewne wątpliwości budzi jednak tak szerokie potraktowanie zagadnienia, będącego jednak tylko tłem dla zasadniczych rozważań. Pewne wątpliwości budzi też przeciwstawienie (str.39) celu wzrostu wartości rynkowej firmy i zatrzymywanie zysku, gdyż są to zjawiska w znacznej mierze się wzajemnie warunkujące.

Drugi rozdział pracy, zatytułowany „Zarządzanie finansowaniem przedsiębiorstwa – aspekty teoretyczne” zawiera syntetyczne przedstawienie różnych podejść do zarządzania finansami w przedsiębiorstwie. Doktorantka przedstawia w nim obszary decyzji finansowych, szczegółowo omawia różne źródła finansowania by wreszcie skoncentrować się na zagadnieniu zasadniczym z punktu widzenia tematu pracy, czyli metodach podejmowania decyzji „mających na celu najefektywniejsze pozyskanie oraz alokację środków finansowych” (str.82). W drugiej części rozdziału przechodzi do przedstawienia różnych ujęć teorii struktury kapitału, od Duranda, poprzez Modiglianiego i Millera po teorie agencji i asymetrii informacji. Rozdział ten zamyka podsumowanie ogólnie przyjętych reguł finansowania majątku przedsiębiorstwa.

Trzeci rozdział, kluczowy dla pracy, co przyznaje sama Doktorantka, poświęcony jest systematyzacji strategii finansowych oraz wskazaniu, jak przy pomocy danych zawartych w bilansach przedsiębiorstw można te strategie identyfikować. W rozdziale tym mgr Gawryś odwołuje się już do wyników badań empirycznych, szczególnie przedstawionych w

rozdziale czwartym. Biorąc pod uwagę zakres korzystania z finansowania obcego i związanego z nim ryzyka Doktorantka dzieli strategie na zachowawcze, umiarkowane i agresywne, przy czym rozważa ich występowanie w odniesieniu do strategii cząstkowych, jak i strategii ogólnej. W dalszej części rozdziału przedstawia schemat bilansu w układzie pozwalającym na identyfikację owych trzech rodzajów strategii finansowania.

W podpunkcie 4 rozdziału 3 Doktorantka identyfikuje strategie zarządzania w odniesieniu do finansowania aktywów ogółem, trwałych i obrotowych. Niestety nie uzasadnia przyjętych wartości wskaźników rozgraniczających strategie, odwołując się jedynie ogólnie do „zaleceń analityków finansowych” (str. 121). W tej części pracy podaje także zbiorcze wyniki badań empirycznych 102 spółek giełdowych.

W podpunkcie 5 tego rozdziału przedstawione zostały różne podejścia do zagadnienia wyznaczników strategii finansowania, przy czym do analizy empirycznej Doktorantka wybrała następujące: opodatkowanie dochodu, specyfikę branżową, koszt kapitału, wielkość przedsiębiorstwa, strukturę akcjonariatu i wyniki finansowe. Te elementy kształtowania strategii finansowania zostały przez nią szczegółowo omówione w tym fragmencie pracy.

W rozdziale 3, podobnie jak w pierwszym, Doktorantka zamieściła szereg schematów własnego autorstwa, które ułatwiają percepcję przedstawianego materiału. Natomiast pewne wątpliwości budzi zamieszczenie już w tym rozdziale części wyników badań empirycznych.

W rozdziale czwartym przedstawiono wyniki badań empirycznych. Do badania wybrano 102 przemysłowe spółki giełdowe, które opublikowały pełne sprawozdania finansowe za lata 2000-2012. Badanie przeprowadzono dla wielkości uśrednionych za lata 2008-2012 oraz bardziej rozbudowane badanie w oparciu o dane 2012 roku.

W pierwszym etapie badań badane spółki zostały podzielone na grupy odpowiadające stosowanym przez nie strategiom finansowania, zgodnie z kryteriami przyjętymi w poprzednim rozdziale pracy. Następnie Doktorantka zbadała zależność pomiędzy stosowanymi strategiami a przynależnością branżową spółek, strukturą ich akcjonariatu, strukturą aktywów oraz ich wielkością. W drugim etapie, dotyczącym zachowań w 2012 roku, uwzględniono również opodatkowanie dochodu, koszt kapitału, rentowność oraz zarządzanie płynnością.

Badania ilościowe pozwoliło mgr Gawryś na sformułowanie szeregu stwierdzeń dotyczących zachowania badanej grupy przedsiębiorstw w badanym okresie. Najważniejsze z nich zostały przedstawione na str. 167 (zarządzanie strukturą finansów), str. 170 (finansowanie aktywów trwałych) oraz na str.175 (finansowanie aktywów obrotowych) i w tabeli 4.13.

W kolejnej części badania wzięto pod uwagę zależność pomiędzy rentownością firmy i stabilnością przychodów ze sprzedaży a wybraną strategią finansowania. Doktorantka sama dochodzi jednak do wniosku (str.188) że destabilizacja makroekonomiczna choć miała zasadniczy wpływ na funkcjonowanie spółek, trudno wyróżnić oddziaływanie warunków makroekonomicznych bezpośrednio na wybór strategii finansowania.

Należy podkreślić, iż Doktorantka zdawała sobie sprawę z ograniczeń na jakie napotyka badanie, jak na przykład z koniecznością nie do końca merytorycznie uzasadnionego łączenia w grupy podmiotów istotnie zróżnicowanych (np. wspólna grupa dla przedsiębiorstw z branży chemicznej i farmaceutycznej).

W zakończeniu pracy Doktorantka trafnie – moim zdaniem – za główne osiągnięcie swojej pracy określa propozycje metodyki identyfikacji typów strategii. W podsumowaniu mgr Gawryś wskazała pozytywną weryfikację trzech pierwszych hipotez oraz hipotezy głównej, dotyczącej możliwości i celowości kształtowania strategii finansowania w oparciu o sprawozdania finansowe. Przeprowadzone badanie ilościowe doprowadziło natomiast do odrzucenia trzech pozostałych hipotez częściowych, dotyczących preferowania przez spółki strategii umiarkowanej, uzyskiwanie przez nie wyższej rentowności jak też zależności wyboru strategii od sytuacji makroekonomicznej. Weryfikacja hipotez częściowych, zarówno pozytywna jak i negatywna, może stanowić wskazówkę dla zarządzających finansowaniem firm, nie tylko spółek giełdowych.

Na pochwałę zasługuje strona formalna pracy – wyjątkowo staranna i rzetelna. Uzupełnienie pracy licznymi autorskimi schematami w znacznej mierze ułatwia jej percepcję. Wstępne rozdziały pracy – ze względu na syntetyczne przedstawienie poglądów różnych badaczy - mogą też być wykorzystane jako materiały dydaktyczne.

Lektura pracy rodzi także dalsze pytania badawcze, co należy uznać za jej zaletę. Dotyczą one przede wszystkim zachowania przedsiębiorstw w czasach bardziej stabilnych makroekonomicznie jak też porównania z zachowaniem podobnej grupy przedsiębiorstw z innych krajów. Mam nadzieję, że dalsze prace badawcze Doktorantki pójdą w tym kierunku.

Reasumując, stwierdzam, że rozprawa doktorska mgr Iwony Gawryś zatytułowana „Strategie zarządzania finansowaniem przedsiębiorstw przemysłowych w latach 2008-2012 na przykładzie spółek giełdowych” poruszająca kwestie istotne z punktu widzenia zarządzania przedsiębiorstwami, posiadająca walory poznawcze oraz aplikacyjne, bardzo rzetelnie przygotowana, świadcząca o dojrzałości Doktorantki jako badacza, w pełni odpowiada warunkom określonym w art.13/1 Ustawy o tytule naukowym i stopniach naukowych z dnia 14 marca 2003 i może być przedmiotem publicznej obrony z zakresu dyscypliny nauk o zarządzaniu.



Warszawa, dnia 10.08.2015