

Dr hab. Tomasz Berent, prof. SGH
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Katedra Rynków Kapitałowych

Recenzja osiągnięć naukowych dr. Artura Sajnoğa oraz Jego aktywności naukowej w związku z postępowaniem w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse

WSTĘP

Niniejsza recenzja powstała w związku z postanowieniem Komisji Uniwersytetu Łódzkiego do spraw stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse, podjętym na posiedzeniu w dniu 17 maja 2021 roku w sprawie powołania mnie do komisji habilitacyjnej w postępowaniu dr. Artura Sajnoğa, jako członka wyznaczonego przez Radę Doskonałości Naukowej pełniącego funkcję recenzenta.

Na początku zmuszony jestem do wyjaśnienia swojego umocowania, szczególnie, że zapisy ustawowe i wykładnia Rady Doskonałości Naukowej budzić mogą w tym zakresie pewne wątpliwości. Czynię to w nadziei, że moja wypowiedź stanowić będzie głos w toczącej się w tym obszarze debacie.

W piśmie z 28 maja 2021 r. skierowanym do mnie w imieniu Przewodniczącego Komisji UŁ dr. hab. Rafała Materny, prof. UŁ, zostałem poproszony o podjęcie czynności

„zgodnie z art.221 ust. 8 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce” (dalej Ustawa).

Art. 221 ust. 8 jednoznacznie określa zakres obowiązków recenzenta, a tym samym zawartość recenzji. Przepis ten stanowi bowiem, iż recenzenci

„oceniają, czy osiągnięcia naukowe osoby ubiegającej się o stopień doktora habilitowanego odpowiadają wymaganiom określonym w art. 219 ust. 1 pkt 2, i przygotowują recenzje”.

Przywoływany wyżej art. 219 ust 1 pkt 2 stwierdza natomiast, iż stopień doktora habilitowanego nadaje się osobie, która

„posiada w dorobku osiągnięcia naukowe albo artystyczne, stanowiące znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny, w tym co najmniej”

jedną monografię naukową lub jeden cykl powiązanych tematycznie artykułów naukowych.

W poradniku przygotowanym przez Radę Doskonałości Naukowej, „*Postępowania dotyczące nadawania stopnia doktora habilitowanego*” (aktualizacja 20 maja 2021, dalej Poradnik), RDN wyjaśnia jak należy rozumieć użyty w Ustawie zwrot „osiągnięcia”:

„Nadto, należy zwrócić uwagę, że w omawianym przepisie mowa jest o osiągnięciach. Oznacza to, że warunkiem nadania stopnia doktora jest przedłożenie do oceny co najmniej dwóch osiągnięć, które spełniają kryterium istotnego wkładu w rozwój określonej dyscypliny” (Poradnik, s. 12).

Niniejszym stwierdzam, że w swoim wniosku z dnia 8 lutego 2021 r., jako „osiągnięcie naukowe będące podstawą ubiegania się o nadanie stopnia doktora habilitowanego”, Habilitant przedstawił jedynie jedno osiągnięcie, monografię „*Wynik całkowy – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych*”, wydaną przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego w 2020 r. (dalej: Monografia).

W Autoreferacie, przygotowanym według zaleceń RDN, w punkcie 4, zatytułowanym (według wskazań RDN) „*Omówienie osiągnięć, o których mowa w art. 219 ust. 1 pkt. 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r.*”, ponownie mowa o „osiągnięciach”. Niniejszym stwierdzam, że i w tym punkcie Habilitant zawarł jedynie odniesienie do jednego osiągnięcia, wymienionej wyżej monografii.

Podobnie w punkcie I „*Wykazu osiągnięć naukowych albo artystycznych, stanowiących znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny*”, przygotowanym według zaleceń RDN, a dotyczącym „*INFORMACJI O OSIĄGNIĘCIACH NAUKOWYCH ALBO ARTYSTYCZNYCH, O KTÓRYCH MOWA W ART., 219 UST.1 PKT 2 USTAWY*”, mowa ponownie o „osiągnięciach”. W punkcie tym Habilitant konsekwentnie przedstawił jedynie wyżej wspomnianą monografię,

Gdyby zatem zakres recenzji zawęzić do wniosku Habilitanta oraz zlecenia, które otrzymałem z Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego, odnoszącego mnie explicite do art. 219 ust. 1 pkt 2., a następnie zastosować wykładnię przedstawioną w Poradniku Rady Doskonałości Naukowej, niniejsza recenzja musiałaby podkreślać przede wszystkim fakt, że Habilitant zarówno we wniosku, jak i w Autoreferacie oraz w „*INFORMACJI O OSIĄGNIĘCIACH NAUKOWYCH ALBO ARTYSTYCZNYCH, O KTÓRYCH MOWA W ART., 219 UST.1 PKT 2 USTAWY*”, przedstawił jedynie jedno osiągnięcie, które uznał za stanowiące podstawę ubiegania się o nadanie stopnia doktora habilitowanego. Fakt ten można by w świetle wykładni RDN uznać za wadę formalną wniosku.

Jednocześnie nie sposób nie zauważyć, iż w praktyce nie zdarzają się wnioski zgodne z wykładnią RDN, mówiącą o co najmniej dwóch osiągnięciach. Pewną furtkę stanowi tu nazwa dokumentu zalecanego przez RDN, znajdującego się na stronie internetowej Rady w zakładce „*Wymagania dokumentacyjne wniosków w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego*”. Plik ten, którego punktem I jest wspomniana wyżej „*INFORMACJA O OSIĄGNIĘCIACH NAUKOWYCH ALBO ARTYSTYCZNYCH, O KTÓRYCH MOWA W ART., 219 UST.1 PKT 2 USTAWY*”, a który zawiera również inne punkty, nazywa się, według RDN, „*Wykazem osiągnięć naukowych albo artystycznych, stanowiących znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny*”. Taka nazwa może sugerować, że osiągnięcia stanowiące znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny znajdują się również w pozostałych punktach wykazu. Punkt II wykazu zawiera „*INFORMACJĘ O AKTYWNOŚCI NAUKOWEJ ALBO ARTYSTYCZNEJ*”. Jest to o tyle ważne, iż w Poradniku, na

stronie 32, Rada rzeczywiście dokonuje rozszerzającej interpretacji (czytelnego przecież) zapisu ustawowego. W szczególności Poradnik wyjaśnia, iż choć z art. 221 ust. 8 Ustawy

„może wynikać, że podstawową i jedyną rolą recenzenta jest dokonanie oceny, czy osiągnięcia naukowe albo artystyczne osoby ubiegającej się o nadanie stopnia doktora habilitowanego odpowiadają wymoganiom określonym w art. 219 ust. 1 pkt 2 tej ustawy”,

to

„należy jednak przyjąć, że od recenzentów można oczekiwać dokonania oceny spełnienia wszystkich przesłanek warunkujących nadanie tego stopnia, w tym przede wszystkim, czy wskazane w dokumentacji wniosku informacje o aktywności naukowej albo artystycznej, o której mowa w art. 219 ust. 1 pkt 3 p.s.w.n., są istotne w ramach danej dyscypliny.” (Poradnik, s. 32, wytłuszczenie oryginalne).

Według art. 219 ust. 1 pkt 3 Ustawy, stopień doktora habilitowanego nadaje się osobie, która

„wykazuje się istotną aktywnością naukową albo artystyczną realizowaną w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej lub instytucji kultury, w szczególności zagranicznej”.

W innym miejscu Poradnik zauważa, iż:

*„brak jest w obowiązujących przepisach prawa legalnej definicji pojęcia „aktywność naukowa”, a samo pojęcie to ma charakter nieostry. **W opinii Rady Doskonałości Naukowej pojęcie to należy rozumieć szeroko.** Aktywność ta dotyczy może uzyskiwania w innej uczelni, instytucji naukowej czy instytucji kultury osiągnięć naukowych czy też tworzenia własnego dorobku naukowego. **Z pojęcia tego nie powinno jednak wykluczać się innych form aktywności naukowej, przy czym podkreślenia wymaga, iż powinny być one realizowane w innych określonych podmiotach, nie zaś w podmiocie, w którym zatrudniona jest osoba ubiegająca się o nadanie stopnia doktora habilitowanego.** Należy jednak mieć przy tym na uwadze, że omawiana aktywność, co wynika z literalnego brzmienia tego przepisu, musi być realizowana w co najmniej dwóch uczelniach, instytucjach naukowych lub instytucjach kultury.”* (Poradnik, s. 15, wytłuszczenia oryginalne)

W związku z powyższym, w niniejszej recenzji przedstawię swoją opinię nie tylko na temat dorobku naukowego habilitanta, w szczególności, czy należy go uznać za „*stanowiący znaczny wkład w rozwój dyscypliny*” (art. 219 ust. 1 pkt 2), ale również jego aktywności naukowej, w szczególności, czy była ona „*istotna*” (art. 219 ust 1 pkt 3). Przy czym aktywność naukową będę rozumiał na tyle szeroko, aby ustosunkować się krótko (zgodnie z zaleceniem RDN wyrażonym w przygotowanych na stronie internetowej plikach)

- do punktu 6 Autoreferatu „*Informacja o osiągnięciach dydaktycznych, organizacyjnych oraz popularyzujących naukę lub sztukę*”



- oraz punktów III-IV „Wykazu osiągnięć naukowych albo artystycznych, stanowiących znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny”:
 - III. INFORMACJI O WSPÓŁPRACY Z OTOCZENIEM SPOŁECZNYM I GOSPODARCZYM ORAZ
 - IV. INFORMACJI NAUKOMETRYCZNEJ.

Osobiście nigdy nie miałem wątpliwości, iż przy recenzji dorobku habilitanta wszystkie te obszary powinny być brane pod uwagę, jednak nie mogę nie zauważyć, że zapisy ustawowe są inne, a wykładnia Rady Doskonałości Naukowej, próbująca rozszerzać czytelne przecież zapisy ustawowe, nie do końca konsekwentna.

Dokumentacja, którą otrzymałem, przygotowana jest zgodnie z wyżej wspomnianymi zaleceniami RDN i składa się z wniosku oraz szeregu załączników, zawierających:

- dane wnioskodawcy – kwestionariusz osobowy (Załącznik 1);
- kopię dokumentu potwierdzającego posiadanie stopnia doktora nauk ekonomicznych (Załącznik 2);
- autoreferat w języku polskim i angielskim (Załączniki 3-4);
- wykaz osiągnięć naukowych, stanowiących znaczny wkład w rozwój dyscypliny (Załącznik 5);
- oświadczenia współautorów (Załącznik 6).

Ponadto otrzymałem monografię, o której mowa wyżej, a także zbiór 15 wybranych przez Habilitanta artykułów naukowych. Wszystkie dokumenty dostarczono mi zarówno w wersji papierowej, jak i elektronicznej. W tym miejscu pragnę stwierdzić, że przedstawiona mi dokumentacja, przygotowana starannie, była wystarczająca, aby sformułować moją końcową ocenę.

Ocenę osiągnięć Habilitanta zacznę od oceny monografii, następnie ustosunkuję się do szeroko rozumianej Jego aktywności naukowej. W ocenie monografii, najpierw skupię się na ocenie zasadności prowadzenia badań w szeroko rozumianym temacie wyniku całkowitego. Następnie ustosunkuję się do spójności i czytelności sformułowanych celów badawczych, tezy i hipotez. W kolejnych punktach ustosunkuję się do zawartości monografii, stosowanych metod i narzędzi badawczych oraz kwestii znaczenia wkładu monografii w rozwój dyscypliny.

OBSZAR BADAWCZY, TEMAT

Podjęcie problematyki wyniku całkowitego uznaję za zasadne z przynajmniej trzech powodów. Po pierwsze, już sama zawartość treściowa pojęcia „wynik całkowity”, w języku angielskim tzw. *comprehensive income*, lub nawet *all-inclusive income*, stawia pytania, czy mamy do czynienia z rzeczywistością z miarą wszystko zawierającą, obejmującą całość zagadnienia, zgoła doskonałą. Jako finansista, dla którego dane finansowe są pierwszym, na pewno ważnym źródłem informacji przy przygotowywaniu analiz finansowych, szczególnie wycen, przyznaję, że korzystanie z wyniku *all-inclusive* i *comprehensive* byłoby z pewnością niezwykle cenne. Próbę naukowego sprawdzenia, czy faktyczna zawartość pojęcia odpowiada jego nazwie, uznaję zatem, jak wspominałem wyżej, za zasadną. Po drugie, temat z pewnością jest aktualny, biorąc pod uwagę fakt, iż w regulacjach Unii Europejskiej ta

kategoria pojawiła się – jak słusznie zauważa Habilitant – dopiero od niedawna. Jest to okres na tyle jednak długi (od 2009 roku), aby podjąć miarodajne badania naukowe w tym zakresie. Po trzecie, biorąc pod uwagę brak w literaturze polskiej monografii, ujmującej problematykę wyniku całkowitego w sposób pełny (*comprehensive, all-inclusive*), przygotowanie takiej monografii uznaję za uzasadnione.

Nie podzielam jednak przekonania Habilitanta, iż „w rezultacie prowadzonych badań może nastąpić sformułowanie nowego paradygmatu wzrostu wartości rynkowej i wartości dla akcjonariuszy” (Monografia, s. 9). Obszarem badawczym jest tu bowiem, co najwyżej, porównanie użyteczności wyniku całkowitego z wynikiem finansowym netto. Mowa o nowym paradygmacie uzasadniona byłaby jedynie wtedy, gdyby zysk netto był jedynym, albo przynajmniej głównym źródłem informacji (dla inwestorów). Tak z pewnością nie jest, co stwierdzam z całym przekonaniem jako aktywny przez lata analityk giełdowy. Informacja księgowa, nawet najpełniejsza, jest jedynie jednym ze źródeł informacji przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów (giełdowych). Rzecz jasna, gdyby *comprehensive income* okazał się być *all-inclusive*, można by rzeczywiście mówić o nowym paradygmacie. Nie ma jednak wątpliwości, że jest to niemożliwe z definicji. Nie kwestionuje to jednak zasadności prowadzenia badań i pytania, w jakim stopniu wynik całkowity jest skuteczniejszym miernikiem niż inne dostępne, w tym wynik finansowy netto.

CEL BADAWCZY, TEZA, HIPOTEZY

Celem pracy, jak pisze Habilitant, jest

„ocena jakości informacyjnej i użyteczności decyzyjnej kategorii wyniku całkowitego w porównaniu z kategorią wyniku finansowego netto spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie” (Monografia, s. 8).

Następnie wyjaśnia, iż zasadnicze aspekty analizy teoretyczno-empirycznej

„zmierzą do wykazania wysokiej jakości informacji raportowanej w sprawozdaniu z wyniku całkowitego spółek notowanych na GPW” (Monografia, s.8).

Wydaje się, że tak sformułowany cel dotyczy jedynie badania empirycznego, które przeprowadził Habilitant, a cel samej monografii jest nieco szerszy. Po zapoznaniu się z jej zawartością można bowiem stwierdzić, że Habilitant podjął również próbę całościowego wprowadzenia do tematu, w tym ustalenia słownika pojęć itp.

Habilitant formułuje sześć hipotez badawczych. Przytoczę je *in extenso*:

HIPOTEZA 1: *W praktyce sprawozdawczej spółek giełdowych w Polsce występuje rozbieżność w zakresie formy i prezentacji wyniku całkowitego, co obniża jakość informacyjną tej kategorii ekonomicznej.*

HIPOTEZA 2: *Wartości wyniku całkowitego spółek giełdowych w Polsce cechuje większa zmienność niż wartości wyniku finansowego netto, co ogranicza użyteczność tego miernika dla podmiotów rynku kapitałowego.*



HIPOTEZA 3: Wynik całkowity, w porównaniu z wynikiem finansowym netto, nie stanowi dla beneficjentów sprawozdań finansowych w Polsce istotnej informacyjnie i użytecznej w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych miary.

HIPOTEZA 4: Wartość pozostałego wyniku całkowitego, będąca różnicą między wartością wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto, nie wpływa istotnie na rentowność spółek giełdowych w Polsce.

HIPOTEZA 5: Kształtowanie się wyniku całkowitego spółek giełdowych w Polsce ma większy wpływ na ich wycenę rynkową niż wartość generowanego przez nie wyniku finansowego netto.

HIPOTEZA 6: Wynik całkowity, w zestawieniu z wynikiem finansowym netto, ma większą zdolność predykcyjną w zakresie przyszłych rezultatów finansowych w ujęciu memoriałowym i kasowym oraz w odniesieniu do przyszłej wartości rynkowej spółek giełdowych w Polsce.

Analiza wewnętrznej spójności przedstawionych hipotez nastęrcza wielu trudności. Po pierwsze, hipotezy 1-4 zdają się sugerować, iż wynik całkowity jest, według Habilitanta, mało użytecznym narzędziem, ponieważ:

- występuje rozbieżność w zakresie formy i prezentacji wyniku całkowitego, co obniża jego jakość informacyjną (hipoteza 1);
- występuje większa zmienność wyniku całkowitego niż zysku netto, co ogranicza jego użyteczność dla podmiotów rynku kapitałowego (hipoteza 2);
- różnica między wynikiem całkowitym i netto, a tym samym wynik całkowity, nie wpływa na rentowność spółek (hipoteza 4).

Nie dziwi zatem treść hipotezy 3, stwierdzającej, iż wynik całkowity, w porównaniu z wynikiem finansowym netto, nie stanowi dla beneficjentów sprawozdań finansowych istotnej informacyjnie i użytecznej miary.

Zaskakuje w tym kontekście treść hipotez 5-6, stwierdzających, że

- wynik całkowity spółek ma większy niż wynik finansowy netto wpływ na ich wycenę rynkową (hipoteza 5);
- wynik całkowity ma większą zdolność predykcyjną niż wynik finansowy netto (hipoteza 6).

Co dokładnie twierdzi Habilitant? Gdyby oprzeć się jedynie na sformułowanych przez Niego hipotezach można by domniemać, iż tezę habilitanta jest następujące stwierdzenie:

pomimo dużej rozbieżności w zakresie formy, większej zmienności i braku wpływu na rentowność, co czyni z wyniku całkowitego miarę nieistotną/nieużyteczną, wynik całkowity ma większy wpływ niż wynik netto na wycenę zarówno terażniejszą, jak i w przyszłości.

Jakkolwiek nie brzmi ona dziwnie, właśnie taka teza wynika z hipotez. Jak do takiej treści hipotez ma się wcześniej przytaczana wypowiedź Habilitanta o wysokiej „jakości



informacyjnej wyniku całkowitego”? Jak brzmi zatem teza Habilitanta, którą stara się On wykazać? Nie sposób dociec, bowiem tezy takiej w monografii po prostu brak. Wyjaśnieniem, czemu służyć ma weryfikacja hipotez jest za to zdanie po nich występujące:

„Weryfikacja powyższych hipotez umożliwi przeprowadzenie kompleksowych badań porównawczych zmierzających do wykazania mocnych stron i słabości wyniku całkowitego w porównaniu z wynikiem finansowym netto.” (Monografia, s. 9)

Weryfikacja hipotez z pewnością nie służy takim celom. W poprawionej wersji tego zdania w Autoreferacie również próżno szukać wyjaśnienia, czemu służyć ma wykazanie sformułowanych hipotez badawczych.

Problem ze spójnym sformułowaniem hipotez oraz brak tezy traktuję jako uchybienie, bynajmniej nie tylko, a nawet nie przede wszystkim, formalne. Wagę problemu widać już choćby we wnioskach płynących z przeprowadzenia badania (cytuję tu za Autoreferatem). Habilitant twierdzi, iż:

- potwierdził hipotezę 1, mówiącą o rozbieżnościach prezentacyjnych;
- częściowo potwierdził hipotezę 2, mówiącą o większej zmienności zysku całkowitego;
- częściowo potwierdził hipotezę 4, mówiącą o braku zależności (pozostałego) rentowności od wyniku całkowitego;
- nie potwierdził hipotez 5 i 6, mówiących o silniejszym niż dla wyniku finansowego netto powiązaniu wyniku całkowitego z wyceną i przyszłymi wynikami firmy.

Habilitant otrzymał zatem spójny obraz, który przeczy twierdzeniom o użyteczności wyniku całkowitego (większej niż wyniku netto). Nie przeszkadza mu to jednak na stronie 20 Autoreferatu twierdzić, iż

„uzyskane przeze mnie wyniki badań empirycznych dotyczących spółek notowanych na GPW wskazują, że elementy te, analizowane łącznie z wynikiem finansowym netto (czyli jako wynik całkowity), stanowią ważną determinantę efektywności ekonomicznej i wartości rynkowej. Nie należy zatem dyskredytować tej kategorii...” (Autoreferat, s. 20).

Podsumowując, nie jest dla mnie zupełnie jasne, co tak naprawdę sądzi Habilitant o wyniku całkowitym, co sądził przed, a co po przeprowadzeniu badania, czego próbował dowieść w swojej pracy itp.

W tym miejscu chciałbym odnieść się jeszcze do dwóch kwestii związanych z elementami składowymi celu i hipotez badawczych. Po pierwsze, hipoteza 3, mówiąca o braku użyteczności wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych okazała się dotyczyć nie tyle braku użyteczności, ile braku postrzegania przez beneficjentów owej użyteczności. To zupełnie odmienne kwestie, a brak czytelnego rozróżnienia pomiędzy nimi stanowi problem dla czytelnika. Na etapie formułowania celu i hipotez, wszystkie elementy analizy odnosiły się bowiem do konstytutywnych cech badanego obiektu (tutaj wyniku całkowitego). Jak się jednak okazało później, w hipotezie 3 Habilitant badał nie faktycznie istniejące cechy, ale badał opinie „beneficjentów” na temat tych cech. Innymi słowy badał,



co oni myślą o tej użyteczności, a nie samą użyteczność. Po drugie, używanie przez Habilitanta, szczególnie na wczesnym etapie, pojęcia „*beneficjent sprawozdania finansowego*” jest mylące. Jak słusznie wyjaśnia w rozdziale 5, takich beneficjentów jest wielu. W tabeli 5.1 wylicza aż 11 ich kategorii, a w Autoreferacie mówi wprost o „*szerokiemu gronie odbiorców informacji*” (Autoreferat, s. 6). W toku lektury okazuje się, że przez beneficjentów Habilitant rozumie jedynie jedną z tych kategorii. Co więcej, mylący może być nawet tytuł monografii, mówiący o „*procesie podejmowanych decyzji inwestycyjnych*”. Jakich? Przez kogo? W tym kontekście z pewnością nie pomaga zawarte już na pierwszej merytorycznej (a czwartej w ogóle) stronie Autoreferatu odniesienie owych decyzji inwestycyjnych (i podejmującego je decydenta) do problematyki rachunkowości zarządczej oraz różnych potrzeb beneficjentów wewnętrznych (zob. przypis 2, s. 4 Autoreferatu).

W konkluzji tej części stwierdzam, że temat badawczy jest ważny, aktualny, natomiast brak tezy, sformułowane hipotezy i nieprecyzyjny język podważają wartość naukową dzieła już na samym jego początku.

ZAWARTOŚĆ MONOGRAFII

Monografia składa się z siedmiu rozdziałów. Omówię je po kolei.

Rozdział 1, zatytułowany: „*Koncepcje kapitału i zysku w świetle teorii ekonomii i finansów*”, wprowadza pojęcie kapitału, zysku, wartości itp. Rozdział zawiera wiele informacji, co należy docenić, nie zawsze jednak spójnie zaprezentowanych. Na przykład, tabela prezentująca wybrane mierniki zysku przedsiębiorstwa (s. 37), zawiera jedynie listę różnych wariantów zysku, bez próby wyjaśnienia, skąd pochodzą, czemu jest ich tak wiele, co stoi za tak dużą różnorodnością? Te pytania powinny stać w centrum zainteresowania Habilitanta, który w swojej pracy zajmuje się przecież pytaniem, dlaczego zysk netto nie jest wystarczający? Braki te najpełniej ujawniają się w podejściu Habilitanta do EBITDA, jednej z najpopularniejszych, jeśli nie najpopularniejszej, jak sądzę, miary zysku (wśród praktyków). Skąd taka popularność tej miary? Od kiedy? Dlaczego tak często używana jest zarówno przy ustalaniu wynagrodzenia zarządu, jak i przy ocenie wypłacalności firmy? Czemu nie zysk netto? Habilitant nie pochyla się nad tymi pytaniami, co, powtórzę, dziwi, bo za chwilę będzie badał użyteczność kolejnej miary względem zysku netto.

W tym kontekście nie mogę nie zauważyć, iż Habilitant nie tylko nie pochyla się nad tymi kwestiami, ale robi błąd zarówno przy odkodowywaniu skrótu EBITDA, jak i, konsekwentnie, przy cytowanych jej definicjach. W tabeli 1.3 (Monografia, s. 37), definiuje EBITDA jako „*zysk przed potrąceniem odsetek, podatków, amortyzacji i inflacji*”. Nie ma wątpliwości, że wspomnienie inflacji nie jest jedynie nieświadomą pomyłką, gdyż przy definicji kolejnej miary, EBITA, określa ją, jako „*zysk przed potrąceniem odsetek, podatków, amortyzacji*” (bez odniesienia do inflacji), a w przytaczanym następnie wzorze tłumaczy, konsekwentnie, że $EBITA = EBITDA - \text{inflacja}$. Błąd powiela na stronie 147 monografii. Co więcej, błąd pojawia się już w 2014 roku w jednej z prac Habilitanta, a wspomniana wyżej tabela to niemal dokładna kopia tabeli z 2014 roku. Nieprawidłowe pojmowanie wskaźnika EBIDA, nietypowego co prawda dla rachunkowości finansowej, bardzo jednak często używanego w finansach, zaskakuje.



Podobnie ma się kwestią z miarą EVA (*economic value added*). Skąd taka jej popularność i od kiedy? Tym razem Habilitant ustosunkowuje się zdawkowo do tych pytań, robi to jednak dopiero na stronie 287, w przypisie. Niestety duży niedosyt budzi również „mechaniczne” jedynie definiowanie miar takich jak NOPAT, czy NOPLAT itp. Osobiście z dużym zainteresowaniem zapoznałbym się z wyjaśnieniem habilitanta, jak rozumie literę N (net) w tych skrótach? Powtórzę raz jeszcze, wiele z tych miar ma swoją historię, lepsze lub gorsze uzasadnienia. Powstały jako efekt zdiagnozowania pewnych luk/ Jakich? Opisu tych procesów spodziewałbym się w takiej monografii, nawet opisu szczegółowego. Jego brak jest dla mnie dużym zaskoczeniem. Takie potraktowanie tematu zdradzać może bardziej ewidencyjne, niż ekonomiczne podejście Habilitanta do problematyki miar i wskaźników finansowych – co z pewnością nie było jego intencją. W wielu bowiem częściach pracy twierdzi, że to właśnie ekonomiczny sens, tudzież wpływ na wartość rynkową, a nie suche obliczenia wskaźników, są dla niego najważniejsze.

Rozdział 2, zatytułowany „*Wynik całkowity na tle ewolucji koncepcji zysku przedsiębiorstwa*” wyjaśnia genezę kategorii wyniku całkowitego, jego komponenty, formy prezentacji, odniesienie do MSSF itp. Jako taki, rozdział ten stanowi ważny wstęp do dalszych treści.

Rozdział 3, zatytułowany „*Jakość informacyjna wyniku całkowitego na polskim rynku kapitałowym*”, zawiera m.in. analizę zawartości rocznych jednostkowych sprawozdań finansowych 410 spółek notowanych na GPW. Autor skompletował i przeanalizował bazę 3,535 raportów, za co należą mu się słowa uznania. Następnie zaprezentował różnorodność w sposobie prezentacji wyniku całkowitego (pojedyncze sprawozdania lub dwa osobne, w tym w podziale sektorowym; sposób ujmowania podatków itp.), i różnorodność w nazewnictwie. Słusznie zauważa, że problemem jest nie tyle różniące się tłumaczenie pojęcia „*sprawozdanie z wyniku całkowitego*”, ile różnorodność nazewnictwa poszczególnych komponentów pozostałego wyniku całkowitego. Pod warunkiem, rzecz jasna, że ta różnorodność jest źródłem zamieszania, co wcale nie jest oczywiste. W rzeczy samej, interesujące byłoby rozstrzygnięcie kwestii, gdzie leży optymalna granica pomiędzy „*dowolnością i elastycznością terminologiczną, a przydatnością (użytecznością) prezentowanych informacji finansowych*” (Monografia s. 135). Habilitant ogranicza się jedynie do stwierdzenia różnorodności terminologicznej.

Brak sprawdzenia, czy różnorodność prowadzi do chaosu i ma materialne skutki biznesowe to jedno, inną kwestią jest brak wyjaśnienia przyczyn ujawniania pewnych informacji lub sposobów jej prezentowania. Poza kilkoma pojedynczymi przypadkami, wspominającymi korelacje zachowań w tym zakresie z harmonogramem pozyskiwania kapitału czy decyzjami dywidendowymi, brak w monografii wyjaśnienia tych kwestii, choćby na poziomie przeglądu literatury. W efekcie czytelnik pozostaje ze stwierdzeniem różnorodności w sposobie prezentacji, nie otrzymując wyjaśnienia, skąd ona się bierze. Co więcej, zaprezentowanie prostych statystyk opisowych, informujących o liczebności różnorodnych wersji prezentacji i nazewnictwa wyniku całkowitego i jego komponentów, samo w sobie stosunkowo proste, stanowi dla Habilitanta rozstrzygający argument na korzyść hipotezy 1.



Rozdział 4, zatytułowany *„Analiza komparatywnego wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto spółek giełdowych”*, zaczyna się od przedstawienia literatury przedmiotu, ze szczególnym uwzględnieniem zalet i wad wyniku całkowitego, a kończy przedstawieniem badania własnego zmienności tego wyniku (i jego komponentów) w porównaniu ze zmiennością zysku netto. Niestety, obie części nie do końca do siebie pasują. Część druga ma być próbą weryfikacji hipotezy 2.

W części pierwszej, Habilitant przytacza bardzo liczne opinie zwolenników i przeciwników wyniku całkowitego. Niestety, w monografii brakuje szczegółowego przedstawienia oraz analizy metod i narzędzi, jakie były stosowane przez cytowanych badaczy. W rezultacie czytelnik w monografii wielokrotnie słyszy argument, iż – zdaniem zwolenników - *„wynik całkowity ma większą jakość informacyjną, jest bardziej związany z wycenami rynkowymi, lepiej oddaje rzeczywistość”*, i nie wie, czy są to wnioski dedukcyjne (wynik całkowity i jego komponenty to przecież z definicji próba bardziej prawdziwego opisu rzeczywistości), czy empiryczne. Jeśli te drugie, na podstawie jakich metod zostały osiągnięte. Nie sposób w związku z tym ocenić, czy stosowane w dalszej części monografii przez Habilitanta metody to replikacja, czy nowość, a jeśli nowość, to w jakim zakresie itp. Przeciwnicy zysku całkowitego twierdzą z kolei, że wynik całkowity nie stanowi nowej jakości. Ten argument również jest cytowany wielokrotnie. W pracy ponownie zabrakło przedstawienia i analizy metod, jakie stosowali kolejni badacze. W związku z powyższym, w monografii brakuje też porównania metod, modeli, i argumentów używanych przez tę stronę debaty. Jednym z nielicznych wyjątków jest wzmianka o stosowaniu korelacji liniowych przy badaniu relacji wyniku do wartości rynkowej. Nawet jednak ta informacja jest zbyt uboga. Jaka była próba, okno czasowe, jak dokładnie liczone wartości rynkowe itp. - Takich analiz literatury w monografii nie ma wiele.

W części poświęconej GPW, Habilitant analizuje 349 spółki. Jak wspomniano wyżej, akcent pada na analizę zmienności, potrzebną do wykazania hipotezy 2. Habilitant pokazuje proste statystyki opisowe dla wyniku całkowitego i netto. Podaje też liczebności firm, dla których wyniki te są identyczne lub różnią się od siebie. Dokumentuje skalę różnic dla okresu 2009-2018. Następnie podaje podobne statystyki dla komponentów (pozostałego) wyniku całkowitego. Zarówno tabele, jak i wykresy zawierają jedynie proste analizy, średnią arytmetyczną lub odchylenia standardowe czy ćwiartkowe. Następnie Habilitant stwierdza, iż

„przeprowadzona analiza dotycząca rozróżnienia wartości wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych nie pozwala jednoznacznie potwierdzić postawionej hipotezy H_2 , że wartość wyniku całkowitego spółek giełdowych w Polsce cechuje większa zmienność niż wartość wyniku finansowego netto” (Monografia, s. 175).

Z kolei w Autoreferacie, nieco zaskakująco, stwierdza, że

„wyniki badań empirycznych tylko częściowo potwierdziły hipotezę H_2 stanowiącą, że wartość wyniku całkowitego w sprawozdaniach finansowych spółek giełdowych w Polsce cechuje się większą zmiennością niż wartości wyniku finansowego netto” (Autoreferat, s. 13).

Niezależnie od tego, która konkluzja jest prawdziwa, muszę stwierdzić, iż na podstawie zastosowanych metod sformułowanie jakiegokolwiek wniosku w tej kwestii nie jest łatwe.

Rozdział 5, zatytułowany „*Użyteczność wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych*”, zawiera wyniki badań jakościowych, przeprowadzonych na próbie 250 osób: 100 inwestorów indywidualnych, 100 inwestorów instytucjonalnych oraz 50 analityków giełdowych. Badania te posłużą weryfikacji hipotezy H3, mówiącej o braku użyteczności wyniku całkowitego dla inwestorów.

Habilitant przedstawia dane z metryczki (wiek, płeć, doświadczenia zawodowe). Następnie zlicza opinie o użyteczności różnych wskaźników finansowych, preferencje w zakresie raportów finansowych itp. oraz – w szczególności – stosunek do wyniku całkowitego. Habilitant nie stosuje właściwie żadnych analiz krzyżowych – poza ściśle przestrzegany podziałem na inwestorów indywidualnych, instytucjonalnych i analityków. Nie sposób wyczytać z monografii, jaki wpływ na wygłaszane opinie ma płeć, wiek, doświadczenie itp. Po co zatem Habilitant zbierał te informacje? Należy wyrazić w tym miejscu uznanie dla skompletowania znaczącej bazy danych i jednocześnie ubolewanie, że analiza skoncentrowała się na prostej ewidencji wyników. Nie ma w pracy również próby krytycznego zweryfikowania deklarowanych sympatii, czy też ustosunkowania się do zebranych opinii w kwestii dużej znajomości i użyteczności wyniku całkowitego, deklarowanej przez respondentów. Na podstawie tak zebranego materiału, Habilitant nie potwierdza hipotezy H3, mówiącej o małej (deklarowanej) użyteczności wyniku całkowitego dla inwestorów.

Rozdział 6, zatytułowany „*Wynik całkowity jako miara efektywności ekonomicznej spółek giełdowych*”, traktuje o efektywności ekonomicznej spółek. Habilitant zestawia ze sobą 26 miar efektywności. W mojej opinii zestawienie takie pozbawione jest większej wartości, są tam zarówno miary zysku, jak i ryzyka, miary przepływów finansowych, jak i rynkowe stopy zwrotu. Nie sposób wyjaśnić, jak średnioważony koszt kapitału, będący szacunkiem wymaganej (przez inwestora charakteryzującego się awersją do ryzyka) stopy zwrotu, może być uznany za miarę efektywności? Czy nie znalazł się tam jedynie dzięki temu, że jest używany w kontekście wyceny?

W rozdziale Habilitant przedstawia dekompozycję pozostałego wyniku całkowitego według sektorów, oblicza proste statystyki opisowe dla wskaźnika „*pozostały wynik całkowity/wynik całkowity*”, ponownie w rozbiciu na sektory, oblicza ROA i ROE na podstawie wyniku całkowitego, pozostałego wyniku całkowitego i wyniku netto, oblicza odchylenia od wartości średnich, liczy korelacje, przeważnie Spearmana. Wszędzie, gdzie możliwe dodaje proste statystyki opisowe (średnia arytmetyczna, odchylenia itp.). Następnie stwierdza, że tak przeprowadzona analiza

„nie dostarczyła przekonujących i jednoznacznych rezultatów, które w pełni potwierdziłyby stawianą hipotezę badawczą H₄ przyjmującą, że wartość pozostałego wyniku całkowitego, będącego różnicą między wartością wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto, nie wpływa w istotny sposób na rentowność tych spółek” (Monografia, s. 263).



W tym kontekście aż prosi się o zadanie pytania Habilitantowi o siłę stosowanych testów/metod. Czy jest świadomy faktu, że siła taka zależy od stosowanych narzędzi? Nie sposób ujawnić pewnych zjawisk, jeśli metody są *par excellence* za słabe.

Habilitant zdaje się przywoływać w tym kontekście pewne korelacje, czy testy rangowe, które – według niego - raz potwierdzają, innym razem przeczą hipotezie. Nie wyjaśnia jednak, dlaczego tak miało być. W innym miejscu, obliczywszy średnie odchylenia ROA od wartości przeciętnych, stwierdza, że te oparte na zysku całkowitym są odchyłone nieco bardziej niż te oparte na wyniku netto. Dowodzi też, że te różnice są istotne statystycznie. Dla kontekstu podam tylko, że odchylenia ROA oparte na wyniku całkowitym mają wartość średnią 10,0% a na zysku netto 9,9%, wartości mediany wynoszą odpowiednio: 4,3% i 4,1%. Nawet jeśli by uznać za zasadne badanie tych różnic, nawet jeśli by stwierdzić, że statystycznie są to różnice istotne, nie ulega wątpliwości, że ekonomicznie istotne nie są.

W kolejnej części, stosując analizę Duponta, Habilitant dokonuje szczegółowej dekompozycji wskaźnika ROE opartego na wyniku całkowitym. Pomijając w tym miejscu zasadność dekompozycji Duponta na poziomie ROE (moim zdaniem małej i potencjalnie mylącej), w pracy brakuje przekonującego wyjaśnienia, czego taka analiza miałaby dowodzić. Podanie dekompozycji dla wszystkich sektorów nie wyjaśnia rzecz jasna tej kwestii. Habilitant sam konkluduje, że jego wyniki są „*niejednoznaczne*”.

Na końcu Habilitant przechodzi do metody granicznej analizy danych DEA. Metodę aplikuje do dwóch modeli o wspólnej definicji efektów (ROE oparty na wyniku całkowitym) oraz dwóch odmiennych zestawach nakładów. Według modelu pierwszego sektory są efektywne, według modelu drugiego efektywne nie są. Co więcej, metoda wskazuje najbardziej i najmniej efektywne sektory. Dla przykładu, technologie są najmniej efektywnym sektorem według modelu drugiego i jednym z najbardziej efektywnych według modelu pierwszego (co można zobaczyć na rysunku 6.6). Pomijając kwestię użyteczności tej analizy, arbitralności założeń, czy braku należytego wprowadzenia w pracy nie tyle nawet do analitycznych aspektów metody (te są proste), ale jej zastosowania w danym obszarze, należy zauważyć, że przedstawiona analiza nie została odniesiona do żadnej z hipotez. Wskazanie na czynniki wymagające poprawy byłoby wartością samą w sobie, niezależnie od tego, czy wiąże się z hipotezami badawczymi czy nie. Problem w tym, że praca stara się wykazać istotność (lub jej brak) wyniku całkowitego, jego znaczenia i wpływu na np. wartość rynkową. Dopiero, gdy połączenie takie zostanie wykazane, można zacząć analizę, jak optymalizować wskaźniki oparte na ważnej (bo właśnie wykazanej) kategorii, jaką jest zysk całkowity. W przeciwnym razie, jakie jest uzasadnienie traktowania wyniku całkowitego jako pożądanego efektu?

Rozdział 7, ostatni, zatytułowany „*Wynik całkowity jako nośnik wartości rynkowej spółek giełdowych*”, ma służyć wykazaniu hipotez 5 i 6. Z tego punktu widzenia jest w pewnym sensie najważniejszy. Przypomnę, hipotezy 5 i 6 stwierdzają, iż wynik całkowity ma większy wpływ niż wynik netto na wycenę rynkową spółek, czy prognozowanie ich przyszłych rezultatów finansowych. Ponownie, Habilitant nie przedstawił spójnego planu badania, z którego wynikałoby, jakie testy i dlaczego będą świadczyć na korzyść sprawdzanych hipotez, a jakie będą im przeczyć. Większość, obfitego objętościowo, rozdziału zredagowana jest jakby *ad hoc*. Obliczane statystyki bądź testy Habilitant podaje tak, jak gdyby było



oczywistością, że odnoszą się one do badanego zjawiska, czy stawianych hipotez. W rzeczywistości, wiele procedur, czy wniosków jest albo nie wyjaśnionych, albo nie uprawnionych. Podam jedynie kilka przykładów:

Na początku Habilitant formułuje proste modele regresji, w których wynik całkowity stara się wyjaśnić wynikiem całkowitym z roku poprzedniego (s. 305). Podobnie konstruuje model dla zysku netto i pozostałego zysku całkowitego. Współczynnik kierunkowy traktuje jako miarę trwałości obliczanego wyniku. Jest to o tyle zrozumiałe, że wartości współczynnika kierunkowego bliskie jedności wskazują, że wynik w kolejnym roku będzie średnio taki sam, jak w poprzednim. Habilitant nie zauważa jednak, że współczynnik determinacji (kwadrat współczynnika korelacji dla regresji jednoczynnikowej) może być bardzo niski. Nie jest wcale oczywistym argumentem, według którego wyższa wartość współczynnika kierunkowego, przy jednoczesnej niskiej korelacji, miałyby oznaczać większą „trwałość” w porównaniu z niższą wartością współczynnika kierunkowego, ale z bliską jedności korelacją. Habilitant w ogóle nie wyjaśnia tych kwestii, jak gdyby zakładał, że proponowane przez niego rozwiązania są oczywiste. Nie są. Niestety, jest to w monografii nagminną praktyką. Na przykład, na kolejnej stronie 306, Habilitant oblicza korelację wyniku z danego okresu i okresu wcześniejszego dla każdej spółki. Czyni to jednak nie dla wartości, ale ich rang. Niestety, powodów dla których tak czyni (powodów, które być może są całkowicie uzasadnione) nigdzie nie wyjaśnia. Znow - jakby to było oczywistością. Nie zdaje sobie przy tym najwyraźniej sprawy, że gdyby nie liczył korelacji dla rang, to otrzymałby pierwiastek ze współczynnika determinacji opisywanych wcześniej modeli. W kolejnym kroku zestawia ze sobą pary korelacji dla ROA opartego na wyniku całkowitym i netto, i stwierdza, za pomocą testu Wilcozona, że korelacje te są rzeczywiście różne. Dowodzi tym samym, jak sądzi, że wynik całkowity jest inny niż netto. W jego własnych słowach:

„Można zatem wnioskować, że współczynniki korelacji między wynikiem całkowitym/netto danego okresu, a wynikiem całkowitym/netto poprzedniego okresu istotnie się różnią, a tym samym pozycje pozostałego wyniku całkowitego zdecydowanie zmieniają trwałość wyniku całkowitego względem wyniku finansowego netto” (Monografia, s. 308).

Chciałbym pokrótce odnieść się do tego przekonania. Po pierwsze, fakt, że wynik całkowity jest inny niż wynik netto jest oczywisty, można to sprawdzić bardzo prosto, nie potrzeba do tego, ani korelacji, ani rang. Zresztą Habilitant sam pokazuje to w wielu miejscach. Po drugie, Habilitant wprowadza tu ponownie pojęcie trwałości, które wcześniej zdefiniował używając prostych modeli regresji. Tamta trwałość w czasie zysku całkowitego wykazywana była niezależnie od zachowania zysku netto. Tutaj trwałość wyniku całkowitego odnosi się do zysku netto. Zupełnie nie wiadomo, jakie znaczenie przypisać tym dwóm pojęciom trwałości i jak mają się one do siebie. Po trzecie, gdyby skonstruować hipotetyczną próbę firm o tej samej wartości aktywów, w których wynik całkowity różniłby się zawsze od wyniku netto o, powiedzmy, 50%, wtedy korelacja rang Spearmana dla zysku całkowitego byłaby identyczna jak korelacja dla zysku netto. Czy spostrzegając brak różnicy w korelacjach, należałoby powiedzieć, że pozostały wynik całkowity nie zmienia trwałości zysku netto? Jeśli nie zmienia, to w jakim sensie, skoro dramatycznie zmienia zysk netto? Po czwarte, czy Habilitant jest przekonany, że wykazywana przez Niego różnica korelacji, istotna statystycznie, ma jakąkolwiek istotność ekonomiczną?



W monografii, a szczególnie w rozdziale 7, tego typu pytań jest bardzo wiele. Właściwie przy większości obliczeń i testów powstają pytania, co z tego wynika, i jak obliczenia te mają się do stawianych hipotez. Poniżej, zaprezentuję kilka przykładów:

- (s. 307) Dodatnie korelacje habilitant nazywa korzystnymi, ujemne – niekorzystnymi. Czyni tak zresztą wielokrotnie, zawsze ilekroć oblicza współczynnik korelacji. Stosując nomenklaturę Habilitanta, firma która co rok przynosi coraz większe straty, wykazuje korzystną korelację tylko dlatego, że korelacja wyników obecnych z poprzednimi jest dodatnia.
- (s. 309) Macierz korelacji – brak komentarza na temat tożsamości niektórych komórek, tudzież odniesienia do modeli na s. 305.
- (s. 310) Zdanie „nieznacznie, ale jednak trwalsze w czasie okazały się wyniki netto” jest nieuzasadnione. Różnica pomiędzy betami 0,464 i 0,483 nie tylko jest nieznaczna, ale jest z pewnością jedynie losowa (nie ma praktycznie możliwości, aby jakiegokolwiek testy statystyczne wykazały obecność tej różnicy)
- (s. 310) Zdanie „wysoką zmiennością cechował się natomiast pozostały wynik całkowity, o czym świadczy wartość oszacowanego w modelu M3 parametru β , który nie tylko był znacznie poniżej jedności, ale nawet był poniżej zera” jest błędne. Ujemny współczynnik kierunkowy oznacza jedynie (średnio) przeciwny co rok znak zmiennej. Nietrudno wyobrazić sobie czynnik stosunkowo mało zmienny z ujemną betą, oraz czynnik bardzo zmienny z betą wynoszącą jeden.
- (s. 310) Uznanie za niekorzystny wpływ pozostałego wyniku całkowitego, tylko dlatego, że współczynnik był ujemny nie jest uzasadnione. Czy korzystny byłby wpływ, gdyby beta dla pozostałego wyniku całkowitego była dodatnia, ale sam ten wynik byłby konsekwentnie ujemny, o czym wspominałem wyżej)?
- (s. 311) Zdanie „nie można więc jednoznacznie stwierdzić, że OCI jest mniej trwałe w czasie niż NI” jest błędne. Nieistotna statystycznie beta oznacza, że nie ma żadnych podstaw nie zgodzić się ze zdaniem, że OCI jest w ogóle nieistotne.
- (s.314) Błędne jest równanie $EV = MC + TD - C$. To prawda, że w pewnych kontekstach, dla bardzo dobrych powodów, stosuje się tzw. dług netto, czyli $TD - C$, ale nawet w owych kontekstach ową gotówkę się na końcu z powrotem dodaje. Czyżby Habilitant twierdził, że wartość przedsiębiorstwa, które posiada jedynie gotówkę wynosi zero? W konsekwencji cała strona 315 jest wysoce niejasna, aby nie powiedzieć błędna.
- (s. 317) Całkowicie błędnym jest stwierdzenie, jakoby spółki, których wartość P/E lub P/BV jest wysoka były przewartościowane, a te, których P/E i P/BV jest niskie były niedowartościowane. Wystarczy prosta symulacja, aby pokazać, że firmy wzrostowe mają wysokie P/E z definicji (prymitywnego, jeśli można tak powiedzieć, wskaźnika P/E), a firmy z np. dużym kapitałem intelektualnym mają, ponownie z definicji, wysoki wskaźnik P/BV. Co więcej, spółki te, pomimo wysokich wskaźników P/E oraz P/BV, mogą być ciągle niedowartościowane – co, jak napisałem, można pokazać przez prostą symulację w Excelu.
- (s.352) W końcowych wnioskach Habilitant podsumowuje swoje analizy. Odniosę się jedynie do pierwszego. Za „zaskakujący” uznaje brak wpływu wielkości aktywów firmy na jej rentowność, szczególnie, że – jak zauważa - wcześniejsze Jego badania wskazywały na istotny wpływ aktywów firmy na jej wartość rynkową. To prawda, że modele M5-M8 (s. 333-334) wykazywały istotność statystyczną dla zmiennej „logarytm



aktywów”, a modele M11-M13 już nie. Wynik nie jest jednak zaskakujący, jest wręcz tautologiczny. W pierwszym przypadku zmienną była wartość rynkowa wyrażona w złotych (logarytm), w drugim ROA w punktach procentowych. Habilitant zgodzi się z pewnością, że firmy posiadające miliardy w aktywach będą warte rynkowo więcej, niż firmy z aktywami wartymi jedynie tysiące złotych. Zgodzi się też ze stwierdzeniem, że firmy mające większe aktywa nie muszą mieć wyższego wskaźnika ROA. Co więcej, Jego wyniki są często efektem błędnie wyspecyfikowanych modeli. Można to zauważyć choćby przy porównaniu modeli M11-M13 z modelem M14 (s. 350-351), gdzie zmiana zmiennej zależnej z ROA na MC natychmiast sprawiła, że współczynnik kierunkowy przed zmienną lnA z zera wzrósł prawie do jedynki, stając się od razu istotny statystycznie. Niestety, większość zastosowanych w rozdziale modeli uznaję za słabo wprowadzone, czasem błędnie wyspecyfikowane, a wnioski z nich płynące, nawet przy założeniu prawdziwości modeli, często nieuprawnione. Dotyczy to również większości wniosków końcowych w tym rozdziale.

METODY I NARZĘDZIA BADAWCZE

Pozytywnie oceniam wkład Habilitanta w gromadzenie danych i ich ewidencjonowanie.

- Należy podkreślić wartość dokumentacyjną badań habilitacyjnych, szczególnie w obszarze raportowanych danych na temat wyniku całkowitego przez spółki notowane na GPW w Warszawie.
- Za ważną uznaję również próbę przeprowadzenia badań jakościowych, którymi Habilitant objął grupę 250 osób: inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych oraz analityków finansowych.
- Doceniam starania Habilitanta, aby wprowadzać do swego obszaru badawczego metodę DEA.
- Zauważam też długą listę cytowanych autorów, tak krajowych, jak i zagranicznych.
- Doceniam także próby łączenia rachunkowości finansowej z finansami.

Negatywnie jednak oceniam sposób analizowania zebranych danych.

- Moja negatywna ocena dotyczy najpierw przeglądu literatury, gdzie dużej liczbie cytowanych prac nie towarzyszy analiza ważnych wątków badawczych, szczególnie w obszarze stosowanych w literaturze przedmiotu metod badawczych (w tym ilościowych).
- Stwierdzam ponadto duże luki w analizie bogatego materiału ankietowego. Habilitant nie pokusił się o analizy krzyżowe ani o próbę weryfikacji otrzymywanych odpowiedzi. Nie sprawdził, czy i jak np. doświadczenie, wiek, czy płeć ankietowanych wpływa na udzielane odpowiedzi. Nie przeanalizował współzależności obecnych w udzielanych odpowiedziach na różne pytania. Nie porównał spójności odpowiedzi, przez co nie mógł zweryfikować ich rzetelności.
- Również za niewystarczającą uznaję próbę aplikacji metody DEA. Metoda ta wymaga szczególnej uwagi przy definicji nakładów i efektów. Można co prawda matematycznie jako wsad włożyć tam cokolwiek (przy jedynie pewnych ograniczeniach wartości parametrów) i otrzyma się jakieś wyniki optymalizacyjne, istotą metody są jednak precyzyjnie przemyślane definicje nakładów i efektów.



- Słabszą stroną metodyczną Habilitanta jest, według mnie, analiza statystyczna i zastosowanie modeli ekonometrycznych. Po pierwsze, Habilitant zdaje się nie doceniać problemu specyfikacji modelu (*model specification*). Wnioski, które uznawał za zaskakujące, były często oczywiste ze względu na specyfikację modelu. Po drugie, przy estymowaniu modeli Habilitant nie wspomina w ogóle tematyki estymatorów, jakby nie zdawał sobie sprawy, że istnieje ich wiele, „lepszych i gorszych”, a każdy wymaga pewnych założeń, które należy sprawdzić. Bez wątplenia w swojej pracy używał metody MNK, która - choć najprostsza - ma również swoje wymagania, które należało zweryfikować, aby estymowane parametry były właściwe. Po trzecie, Habilitant zdaje się nie zauważać relacji pomiędzy współczynnikiem korelacji i determinacji – ich identycznej (w pewnych kontekstach) zawartość treściowej. Nie komentuje zależności pomiędzy współczynnikiem kierunkowym regresji, a współczynnikiem korelacji – zgodnych (w pewnych kontekstach) co do znaku itp.
- Zdecydowanie największym brakiem monografii jest brak czytelnego planu badawczego, w którym hipotezie odpowiadają dokładnie wyselekcjonowane i wyjaśnione metody. Podane modele powinny być uzasadnione teoretycznie, zmienne odpowiednio zoperacjonalizowane itp. Habilitant stosuje metody ilościowe i wnioskowanie statystyczne raczej intuicyjnie, niż metodycznie. Poza tym stosuje niewłaściwe słownictwo. Dla przykładu, dodatnie/ujemne korelacje nazywa korzystnymi/niekorzystnymi, co może powodować zamęt przy próbie oceny ekonomicznej badanego związku.

Doceniam wysiłek Habilitanta w zakresie poszerzania kompetencji w obszarze metodyki. Niestety, sposób przeprowadzania różnych przecież badań oceniam negatywnie.

WKŁAD W ROZWÓJ DYSCYPLINY EKONOMIA I FINANSE

Należy zgodzić się z opinią Habilitanta, iż istnieje luka w badaniach w Polsce nad wpływem wyniku całkowitego, co sprawia, że potrzebne są badania „w ujęciu ekonomiczno-finansowym” (Autoreferat, s. 18). W moim przekonaniu, Habilitantowi nie udało się jednak badań takich przeprowadzić na tyle, aby wkład w rozwój dyscypliny był znaczny,

Habilitantowi nie udało się przedstawić w sposób przekonujący literatury przedmiotu. Choć cytuje on wiele pozycji, bardzo rzadko odnosi się do istoty przywoływanych badań. Z reguły streszcza je ogólnikowymi wnioskami, podczas gdy analiza metodologiczna tych prac pokazałaby prawdziwe pola debaty i istotę sporów naukowych.

W swoim Autoreferacie Habilitant za wkład uznaje też analizę pomiaru oraz wyników finansowych, w tym różnych metod i modeli szacowania efektywności oraz determinant rentowności. Nie podzielam tego zdania. Habilitant na przykład wymienia wiele miar, nawet je jakoś klasyfikuje, nie tłumaczy jednak ich istoty, czasem powodów powstania itp. Mierniki zdaje się traktować jako zwykłe twory matematyczne, a nie elementy wzajemnie powiązane opisujące rzeczywistość. Brakuje, na przykład, debaty na temat ROE a ROIC, RI a EVA, NOPAT a EBIT, fenomenu EBITDA, niestosowności (braku wewnętrznej spójności) wskaźnika ROA liczonego na podstawie zysku netto itp. Co więcej, Habilitant większość pracy oparł na tym właśnie wskaźniku, choć jest on bez wątplenia pozbawiony głębszego sensu finansowego (gdy liczony jest na podstawie zysku netto, a nie zysku operacyjnego). Błędy w pracy w tym



obszarze są znaczne: np. zaliczenie WACC do miar efektywności, czy wiązanie EBITDA z inflacją.

Habilitant uznaje swoje badania jakościowe za pionierskie. Uznają i ja ich wartość, ale o jakości analizy otrzymanych odpowiedzi zdania nie zmieniam. W mojej ocenie, jakość tego badania była niska.

Analizy sektorowe, na które powołuje się Habilitant, są bardzo ubogie. Ograniczają się de facto jedynie do zwykłej ewidencji otrzymanych zbiorczo wyników. Brak prób zrozumienia, dlaczego otrzymane wyniki są dla danego sektora takie, a nie inne, dlaczego raz są istotne statystycznie, innym razem nie.

Co do zasady, powtórzę, iż oceniam pozytywnie podjęcie próby połączenia tematyki rachunkowości finansowej z finansami. Dzięki temu w pracy Habilitanta tak często pojawia się tematyka wartości rynkowej czy zdolności predykcyjnych raportowanych wyników. Niestety, efekty tych prób oceniam negatywnie. Habilitant nieprawidłowo diagnozuje stan faktyczny. W Autoreferacie sugeruje, iż analiza finansowa i wycena spółki nie powinna opierać się na wskaźnikach finansowych, tworzonych najczęściej na podstawie wyniku finansowego netto, ale powinna obejmować również „*analizy makrootoczenia, sektorowe i potencjału konkurencyjnego przedsiębiorstwa*” (s. 20). To właśnie te elementy, zdaniem autora, stanowią esencję tego, co jest w wyniku całkowitym, a nie ma w wyniku netto. Myślę, że niewielu finansistów, analityków finansowych, czy inwestorów podziela przekonanie, jakoby w praktyce o (prawie) wszystkim decydował rzeczywiście zysk netto. Podobnie, większość inwestorów rozumie, że otoczenie makroekonomiczne i sektorowe, oraz wiele innych czynników, wpływa na perspektywy rozwoju firmy i w konsekwencji jej wycenę. Nikogo, a szczególnie inwestorów instytucjonalnych, nie trzeba przekonywać, że „*ocenę należy skoncentrować nie tylko wokół kondycji ekonomiczno-finansowej spółki, czy jej pozycji na rynku, ale także możliwości rozwoju*” (Autoreferat, s. 20). Prawdziwe pytanie brzmi, czy rzeczywiście wynik całkowity poprawnie obejmuje te wszystkie dodatkowe obszary (to, że ma takie ambicje, jest oczywiste, stąd owa nazwa *all-inclusive*, czy *comprehensive*). To właśnie na to pytanie trzeba udzielić odpowiedzi. Według mnie Habilitantowi takiej odpowiedzi nie udało się w przekonujący sposób sformułować.

Podobna w tonie jest uwaga na stronie 337 monografii, gdzie Habilitant wskazuje na swoją „*oryginalną koncepcję analityczną*” powiązania przyszłej wartości rynkowej z dzisiejszymi wynikami (całkowitymi). Zdaje się myśleć, że inwestorzy co najwyżej prognozują wyniki finansowe firmy, a powinni – według Niego - prognozować też m.in. wyceny.

„Nie muszą oni zwracać uwagi jedynie na przyszłe mierniki księgowo, ale mogą, a nawet powinni, prognozować także wskaźniki rynku kapitałowego, np. przyszłą kapitalizację rynkową bądź całkowitą wartość rynkową przedsiębiorstwa”
(Monografia, s. 337).

Nie sposób się z tym nie zgodzić, nie sposób jednak nazwać tego typu koncepcję oryginalną. Nie ma bowiem wątpliwości, iż inwestorzy instytucjonalni oraz analitycy giełdowi prognozują przede wszystkim właśnie przyszłą wycenę. Nie nazywają jej przy tym wskaźnikiem rynku kapitałowego, jak sugeruje Habilitant, i to jeszcze jednym z wielu. Jest to istota ich pracy, na podstawie której podejmują decyzje o swoich długich i krótkich pozycjach, a analitycy wydają



rekomendacje KUPUJ (gdy prognozują wyższe niż „przeciętne” wzrosty wyceny), lub SPRZEDAJ (gdy prognozują niższe przyszłe wyceny). Sam robiłem dokładnie to przez wiele lat mojej pracy na rynku kapitałowym.

Habilitant wiele ze swoich wyników nazywa niejednoznaczными. Gdyby miał jasny plan badawczy, w którym każdy element badania byłby odpowiedzialny za konkretny aspekt badanego tematu, a każde narzędzie badawcze byłoby odpowiednio zdefiniowane, wtedy wszystkie te elementy razem stanowiłyby spójny system wzajemnie powiązanych części. To prawda, że nawet w ramach tak skonstruowanego planu badawczego, wyniki mogłyby być wciąż niejednoznaczne. W mojej opinii jednak niejednoznaczność wyników Habilitanta należy wiązać z brakiem takiego planu. Często przywoływane w tym kontekście argumenty Habilitanta o tym, że również w literaturze przedmiotu wyniki są niejednoznaczne, uznaję za chybione. Jak sam w wielu miejscach zauważa, koncepcja wyniku całkowitego ma swoich gorących zwolenników i równie gorących przeciwników. Jedni powołują się z pewnością na badania potwierdzające, inni - dyskredytujące znaczenie wyniku całkowitego. Badania są niejednoznaczne w tym sensie, że istnieją dwa obozy, każdy z precyzyjnie definiowanymi argumentami. Taka niejednoznaczność jest z natury inna niż niejednoznaczność otrzymana przez Habilitanta.

W konkluzji muszę stwierdzić, że przedstawiona mi do recenzji monografia nie stanowi, moim zdaniem, znacznego wkładu w rozwój dyscypliny ekonomii i finansów.

AKTYWNOŚĆ NAUKOWA

Moja ocena aktywności naukowej Habilitanta składa się z dwóch części. W pierwszej, zajmuję się oceną przedstawionych mi 15 artykułów naukowych. W części drugiej ustosunkuję się do przesłanej mi dokumentacji.

Wybrane artykuły naukowe

Oceny szeroko pojmowanej aktywności naukowej dokonuję na podstawie przesłanej mi dokumentacji, w tym szczególnie:

- informacji o wykazywaniu się istotną aktywnością naukową albo artystyczną realizowaną w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej lub instytucji kultury, w szczególności zagranicznej (p.5 Autoreferatu).
- informacji o osiągnięciach dydaktycznych, organizacyjnych oraz popularyzujących naukę lub sztukę (p.6 Autoreferatu)
- *INFORMACJI O AKTYWNOŚCI NAUKOWEJ ALBO ARTYSTYCZNEJ* (p. II Wykazu osiągnięć naukowych);
- *INFORMACJI O WSPÓŁPRACY Z OTOCZENIEM SPOŁECZNYM I GOSPODARCZYM* (p. III Wykazu osiągnięć naukowych);
- *INFORMACJI NAUKOMETRYCZNEJ* (p. IV. Wykazu osiągnięć naukowych);

Zacznę od zawartości punktu 5.2 Autoreferatu, zatytułowanego „*Omówienia osiągnięć naukowo-badawczych po uzyskaniu stopnia doktora według głównych nurtów*”



badawczych". Oceny swojej dokonam na podstawie przesłanych mi 15 wybranych artykułów naukowych.

Nurt badawczy nr 1 — „Charakterystyka zmian poziomu i struktury kapitału własnego spółek publicznych”. W tym nurcie przekazano mi cztery artykuły, trzy w języku polskim, jeden w języku angielskim, wszystkie publikowane w czasopismach polskich. Artykuły te zawierają stosunkowo proste statystyki, wykorzystujące dane publiczne spółek notowanych na GPW. W jednym wykorzystywane są do obliczania efektywności metodą DEA i porównań z analogicznie dokonaną analizą spółek niemieckich. Za każdym razem cel jest nieco inny, jednak zawartość naukowa stosunkowo niewielka.

Nurt badawczy nr 2 — „Mechanizmy kształtowania efektywności i wartości rynkowej giełdowych spółek akcyjnych”. Ten nurt reprezentowany jest ponownie przez cztery artykuły, trzy w języku polskim, jeden w języku angielskim, wszystkie opublikowane w czasopismach polskich. Tematycznie jest to obszar bardziej zróżnicowany. Trzy artykuły porównują spółki polskie i niemieckie (jedna przy użyciu metody DEA, druga poprzez analizę zawartości stron internetowych, trzecia na podstawie prostej analizy finansowej). Ostatni artykuł przy użyciu metody DEA ocenia efektywność procesu dezinvestycji funduszy *private equity* na GPW w Warszawie. Prace wykorzystują jedynie proste metody i obliczenia oraz aplikowaną w nowym środowisku metodę DEA.

Nurt badawczy nr 3 — „Miejsce koncepcji wyniku całkowitego w ocenie funkcjonowania polskich i niemieckich spółek publicznych”. W grupie tej jest 6 artykułów, w tym dwa w języku polskim i cztery w języku angielskim. Pięć artykułów zostało opublikowanych w czasopismach polskich, jeden w czasopiśmie z obszaru rosyjskojęzycznego (jak sądzę z szaty graficznej). Dwie prace są we współautorstwie. Większość z tych prac używa zysku całkowitego jako zmiennej niezależnej przy tłumaczeniu innych zmiennych, takich jak wartość rynkowa, rentowność, wynagrodzenia zarządu, dywidendy, czy zmienne odpowiedzialne za tzw. zarządzanie zyskami. W pracach tych lepiej opisana jest literatura przedmiotu, chociaż większa szczegółowość stosowanych przez badaczy metod, miar, estymatorów, pozwoliłaby z pewnością lepiej ocenić wkład Habilitanta w rozwój dyscypliny. Nie jest bowiem możliwe, aby ich aparat badawczy ograniczał się do zwykłych prostych regresji.

Pozostałe osiągnięcia. W tym miejscu Habilitant przedstawia publikację w języku angielskim, we współautorstwie, dotyczącą problematyki raportowania zorientowanego na krótkoterminowe efekty. Autorzy słusznie zadają sobie pytanie, czy taka polityka wiąże się z gorszymi wycenami w długim terminie. Za cenny uznają przegląd regulacji w tym zakresie. Warto odnotować też lepiej wyjaśniony model, informację o estymacji, testy diagnostyczne itp. Widać wyraźny postęp w stosunku do monografii w tych obszarach.

Biorąc pod uwagę przekazany mi materiał, zmuszony jestem uznać go za niestanowiący znaczącego wkładu w rozwój dyscypliny.

Pozostała aktywność naukowa

Jak wspominałem na początku recenzji, dostarczone mi materiały, szczególnie te dotyczące aktywności naukowej, są wystarczającą podstawą, aby ocenić ten dorobek. Zaczne



od dorobku publikacyjnego od strony ilościowej. Habilitant jest autorem lub współautorem łącznie 58 prac naukowych, w tym

- autorem jednej monografii w języku polskim (ocenianej wyżej);
- współautorem 4 monografii naukowych;
- autorem 32 artykułów naukowych, w tym 5 w języku angielskim;
- współautorem 8 artykułów, w tym 5 w języku angielskim;
- autorem 12 rozdziałów w monografiach naukowych, w tym 4 w języku angielskim;
- współautorem 1 rozdziału w monografii o zasięgu międzynarodowym, w języku angielskim.

Liczbę zgromadzonych punktów według punktacji MNiSW z 2019 roku Habilitant oszacował na 684,2, w tym trzy artykuły za 70 pkt. Liczbę punktów za artykuły według punktacji z 2017 określił na 425,95. Ułamki pojawiają się w wyniku proporcjonalnej alokacji punktów za współautorstwo. Ponadto, punkty za monografie, rozdziały w monografiach itp. oszacował na 540 według wykazu z 2020 roku, oraz 138,75 według wykazu z 2016 roku.

Habilitant podał ponadto liczbę cytowań (bez autocytowań) według

- *Google Scholar* – 68;
- *Web of Science* – 6;
- *Scopus* – 5;
- *ResearchGate* – 41.

Index Hirscha na 8 lutego wynosił, zgodnie z deklaracją Habilitanta, według:

- *Google Scholar* – 4;
- *Web of Science* – 2;
- *Scopus* – 1;
- *ResearchGate* – 3.

W latach 2010-2020 Habilitant uczestniczył łącznie w 37 konferencjach, na 35 wygłosił referaty.

Był ponadto kierownikiem grantu NCN. Odbył dwa staże naukowe, w tym jeden na uniwersytecie w Niemczech. Był również promotorem pomocniczym w 2 przewodach doktorskich, opiekunem naukowym studenckich grantów badawczych.

W obszarze działalności dydaktycznej: dwukrotnie przebywał na wymianie na uniwersytecie w Niemczech, jest promotorem 44 prac magisterskich (w tym dwóch nagrodzonych) i 100 licencjackich; laureatem 7 nagród dla najlepszego wykładowcy.

Biorąc pod uwagę powyższe fakty (w tym również inne osiągnięcia w obszarze organizacyjnym) uznaję aktywność naukową Habilitanta za istotną (pomimo słabej oceny zawartości merytorycznej przedstawionych mi do oceny artykułów naukowych i nieco skromniejszej współpracy z zagranicznymi ośrodkami naukowymi, na co nacisk kładzie Ustawa).

KONKLUZJA

Niniejszym stwierdzam, że przedstawiona mi do recenzji monografia „*Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych*”, wydana przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego w 2020 r., nie odpowiada, w mojej opinii, wymaganiom określonym art. 219 ust. 1 pkt 2 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, to znaczy, że nie stanowi znaczącego wkładu w rozwój dyscypliny ekonomii i finansów. Mojej negatywnej oceny końcowej nie zmienia pozytywna ocena istotności aktywności naukowej Habilitanta.

Warszawa 28.07.2021

