

Dr hab. Piotr Karpuś prof. nadzw.  
Wydział Ekonomiczny  
UMCS Lublin

## **Recenzja**

### **pracy doktorskiej mgr Iwony Gawryś**

pt. „Strategie zarządzania finansowaniem przedsiębiorstw przemysłowych  
w latach 2008 – 2012 na przykładzie spółek giełdowych”  
przygotowanej pod kierunkiem prof. nadzw dr hab. Mirosława Wypycha  
Społeczna Akademia Nauk w Łodzi, Wydział Zarządzania  
Łódź 2015, ss.205 plus załączniki, bibliografia, spisy tabel i rysunków.

#### **1. Podstawa opracowania recenzji**

Podstawą formalną opracowania recenzji jest uchwała Rady Wydziału Zarządzania Społecznej Akademii Nauk w Łodzi z dnia 30 czerwca 2015 roku w sprawie powierzenia obowiązku recenzenta rozprawy doktorskiej mgr Iwony Gawryś.

Zgodnie z wymogami ustawowymi rozprawa doktorska powinna zawierać samodzielne rozwiązanie konkretnego zagadnienia naukowego oraz wykazać wiedzę teoretyczną Doktoranta w danej dziedzinie. Biorąc to pod uwagę jako podstawę oceny rozprawy doktorskiej Pani mgr Iwony Gawryś przyjąłem następujące kryteria oceny: tematykę rozprawy, cele i hipotezy badawcze, konstrukcję rozprawy, zastosowane metody badawcze i stronę warsztatową całości rozprawy.

#### **2. Temat rozprawy**

Recenzowana rozprawa doktorska stanowi zwięzłą treściowo i kompleksową monografię poświęconą zarządzaniu finansowaniem przedsiębiorstw. Głównym wątkiem badawczym jest sformułowanie zaleceń dotyczących optymalnej struktury finansowania. Sytuuje to recenzowaną rozprawę w obszarze nauk o zarządzaniu.

Autorka skoncentrowała się na uwarunkowaniach determinujących zarządzanie finansowaniem przedsiębiorstw w warunkach niestabilności makroekonomicznych

uwarunkowań związanych z globalnym kryzysem finansowym. Należy zatem stwierdzić, że wybór podjętej w rozprawie problematyki zarządzania finansowaniem przedsiębiorstw jest w pełni uzasadniony.

### **3. Cele i hipotezy badawcze.**

Autorka rozprawy sformułowała cel zasadniczy, podporządkowane mu cele szczegółowe oraz cel praktyczny pracy. Cel zasadniczy rozprawy to *„systematyka i identyfikacja strategii zarządzania przedsiębiorstw oraz analiza czynników ich realizacji”* Sformułowano 5 celów szczegółowych, które stanowią uszczegółowienie celu zasadniczego. Celem praktycznym rozprawy jest *„objaśnienie zjawisk związanych z kształtowaniem struktury finansowania działalności przedsiębiorstw przemysłowych i sformułowanie wniosków dla menedżerów zarządzających przedsiębiorstwami odnośnie źródeł pozyskania kapitałów”*.

Hipoteza główna, będąca myślą przewodnią pracy stanowi, że *„Identyfikacja strategii zarządzania finansowaniem na podstawie sprawozdań finansowych stwarza możliwość pogłębionej analizy uwarunkowań determinujących decyzje dotyczące wyboru źródeł i form finansowania działalności przedsiębiorstwa, co pozwala na świadome kształtowanie struktury finansowania, przyczyniając się do poprawy zarządzania przedsiębiorstwem jako całości”*. Uszczegółowieniem hipotezy głównej stanowią hipotezy cząstkowe. Hipoteza główna i sześć hipotez cząstkowych zostały według mnie sformułowane poprawnie.

Treści zawarte w zasadniczej części rozprawy zostały ujęte w czterech rozdziałach, są w całości podporządkowane realizacji przyjętych celów oraz weryfikacji sformułowanych hipotez badawczych.

### **4. Konstrukcja rozprawy.**

Praca liczy łącznie 284 stron, z czego część zasadnicza pracy, na którą składa się cztery rozdziały – 205 stron. Spis literatury zawiera 217 pozycji (w tym 45 anglojęzycznych), plus akty prawne i inne materiały źródłowe. Załączniki zawarte są na 57 stronach.

W recenzowanej rozprawie, poza wstępem i zakończeniem, można wyodrębnić część teoretyczno-metodologiczną oraz część empiryczną. We wstępie został uzasadniony wybór tematu, sformułowano cele i hipotezy badawcze.

Dwa pierwsze rozdziały mają charakter teoretyczny. Zawierają dyskusję nad pojęciami dotyczącymi przedsiębiorstwa i jego funkcjonowania. Doktorantka w sposób umiejętny omawia cele i strategie przedsiębiorstwa. Interesujące są rozważania dotyczące miejsca finansów w strategii przedsiębiorstwa oraz reguł finansowania. Rozdział III stanowi wprowadzenie do głównego obszaru badawczego. Doktorantka definiuje strategie zarządzania

finansowaniem jako „*przyjętą przez przedsiębiorstwo koncepcję kształtowania struktury finansowania jego majątku, podporządkowaną realizacji celu głównego i gwarantującą utrzymanie równowagi ekonomicznej w krótkim i długim okresie*” (s. 106).

Autorka rozróżnia strategię finansową i strategię finansowania. W ramach strategii zarządzania finansowaniem wyróżnia trzy strategie cząstkowe, a mianowicie:

„- *strategię zarządzania strukturą finansowania*

- *strategię zarządzania finansowaniem aktywów trwałych,*

- *strategię zarządzania finansowaniem aktywów obrotowych*” (s. 108). Następnie

prezentuje kryteria identyfikacji cząstkowych strategii zarządzania finansowaniem oraz poziomy tych wskaźników pozwalające na określenie realizowanego przez przedsiębiorstwo typu strategii. Wyróżnia klasyczne trzy typy strategii, tj. agresywną, umiarkowaną i zachowawczą. Ważną częścią tego rozdziału jest prezentacja czynników determinujących wybór i realizację strategii zarządzania finansowaniem przedsiębiorstwa. Uznają przyjęte kryteria za właściwe. Do kryteriów tych zostały zaliczone: opodatkowanie dochodu, specyfikę branżową, koszt kapitału, wielkość przedsiębiorstwa, zyskowość, zarządzanie płynnością finansową, stabilność sprzedaży i zysku, strukturę akcjonariatu. Dla każdego z tych kryteriów wskazano teoretyczne zależności ze strategią zarządzania finansowaniem.

Rozdział IV jest rozdziałem empirycznym. Badaniami objęto 102 spółki akcyjne notowane na GPW w Warszawie, które przedstawiły kompletne sprawozdania finansowe za lata 2008 – 2012. Wykorzystano techniki analizy finansowej i statystycznej. Badania na podstawie sprawozdań finansowych za 5 lat pozwoliły na ustalenie typów strategii zarządzania finansowaniem (ogólnej i cząstkowe) Następnie na bazie informacji za rok 2012 dokonano wpływu wybranych czynników na wybór typu strategii zarządzania finansowaniem badanych przedsiębiorstw. Wybrane determinanty zostały opisane przez odpowiednio dobrane wskaźniki i relacje. Szkoda, że badania nie zostały uzupełnione przez badania ankietowe spółek reprezentujących poszczególne typy strategii zarządzania finansowaniem. Pozwoliłoby to na ujawnienie rzeczywistych motywów i przesłanek wyboru danego typu strategii.

Wyniki badań w postaci preferencji realizacji cząstkowych strategii zarządzania finansowaniem według typów strategii z uwzględnieniem podstawowych charakterystyk zostały przedstawione w tabelach i sformułowano właściwe wnioski. Również przeanalizowano ogólną strategię zarządzania finansowaniem. Ważnym aspektem analizy finansowania przedsiębiorstw jest próba odpowiedzi na pytanie, czy przedsiębiorstwa realizując strategie zarządzania finansowaniem kierują się teorią hierarchii źródeł

finansowania, czy też teorią sygnalizacji?. Z badań Autorki wynika, że „wyniki finansowe spółek w większym stopniu zależą od typu realizowanej przez spółki strategii zarządzania finansowaniem niż odwrotnie”, co skłania do stwierdzenia, iż „rezultaty przeprowadzonej analizy są zatem zgodne z założeniami teorii hierarchii źródeł finansowania”. (s. 187).

Analiza determinant strategii zarządzania finansowaniem badanych spółek giełdowych, tj opodatkowania dochodu, specyfiki branżowej, kosztu kapitału, rentowności i zarządzania płynnością finansową prowadzi do wniosku, że w Polsce należy realizować umiarkowane i zachowawcze strategie zarządzania finansami. Przy analizie zależności między kosztem kapitału a strategiami zarządzania finansowaniem przyjęto założenie jednakowego kosztu kapitału w lasnego kosztu kapitału obcego (s. 197), co spowodowało, że koszt kapitału zależy wyłącznie od struktury kapitału. W tych warunkach trudno o wiarygodną interpretację uzyskanych wyników.

W zakończeniu w sposób syntetyczny i właściwy przedstawiono argumenty weryfikujące sformułowane hipotezy badawcze.

Z obowiązku recenzenta zwracam uwagę na pewne drobne usterki natury formalnej, które nie podważają mojej bardzo dobrej opinii o pracy. W tabelach dotyczących badanych spółek w rozdz. IV podane wielkości określono w tys. zł, a powinno być w mln zł. (4.1, 4.3 itd.). W tabeli 4.2 nie podano, że wskaźniki dynamiki obliczono w cenach bieżących.

## **5. Konkluzja**

Recenzowana rozprawa stanowi autorskie, wartościowe ujęcie ważnego problemu ekonomicznego, jakim jest kompleksowe podejście do analizy decyzji związanych z finansowaniem przedsiębiorstw w Polsce. Autorka zrealizowała postawiony we wstępie cele rozprawy i pozytywnie zweryfikowała sformułowane hipotezy badawcze poprzez analizy teoretyczne oraz badania empiryczne na próbie 102 spółek akcyjnym przemysłu przetwórczego. Uzyskane wyniki i sformułowane są przydatne z teoretycznego i praktycznego punktu widzenia i stanowią wkład Doktorantki.

Za główne osiągnięcia Doktoranta uważam:

1. ważny z teoretycznego i praktycznego punktu widzenia temat badawczy oraz prawidłową konstrukcję rozprawy,
2. przeprowadzone badania dotyczące ustalenia zarówno typu strategii zarządzania finansowaniem, jak i analiza determinant wyboru realizowanego typu strategii.
3. empiryczną i teoretyczną realizację celów badawczych,
4. krytyczną analizę literatury przedmiotu

Za główny mankament uważam brak badań ankietowych pozwalających na głębsze rozpoznanie motywów determinujących wybór i ocenę realizowanych strategii ogólnej i częściowych w obszarze zarządzania finansowaniem przedsiębiorstw.

Biorąc pod uwagę przedstawione elementy oceny rozprawy wyrażam jednoznaczną opinię, że Doktorantka wykazała się wystarczającą wiedzą teoretyczną i umiejętnościami przeprowadzenia badań empirycznych oraz rozwiązała ważny problem w obszarze zarządzania finansowaniem działalności przedsiębiorstw w Polsce.

Recenzowana rozprawa doktorska spełnia wymogi określone w art. 13 ust. 1 Ustawy z dnia 14 marca 2003 roku stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (DZ.U. nr65, poz 595 z późn. zmianami) i uzasadnia nadanie Pani mgr Iwonie Gawryś stopnia doktora w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie nauk o zarządzaniu Stanowi to wystarczającą przesłankę do wnioskowania do Rady Wydziału Zarządzania Społecznej Akademii Nauk w Łodzi o przyjęcie recenzowanej rozprawy i dopuszczenie Autora do publicznej obrony.



Lublin, dnia 23.08.2015r.