

dr hab. Bogdan Włodarczyk, prof. UWM
Katedra Finansów
Instytut Ekonomii i Finansów
Wydział Nauk Ekonomicznych
Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie

Recenzja rozprawy doktorskiej pt. „Wpływ prywatyzacji na koszt kapitału w przedsiębiorstwach sektora energetycznego” magistra Piotra Międlara.

Praca przygotowana i złożona w Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej pod kierunkiem naukowym prof. SGH dr. hab. Ireneusza Dąbrowskiego.

Recenzji dokonano na bazie wymagań określonych w art. 13 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym w zakresie sztuki (Dz. U. 2017 poz. 1789).

Struktura rozprawy doktorskiej

Praca doktorska magistra Piotra Międlara liczy 215 stron wraz załącznikami. Kolejność rozdziałów i układ treści w poszczególnych rozdziałach są logiczne. Rozprawa jest podzielona na pięć rozdziałów, zawiera wstęp, zakończenie, bibliografię oraz załączniki, w których ukazano statystyki regresji badanych 7 spółek. Pierwsze trzy rozdziały mają charakter teoretyczny, rozdział czwarty zawiera informacje o sektorze energetycznym i badanych spółkach wraz z analizą kosztu kapitału wybranych spółek, ostatni jest weryfikacją hipotezy badawczej.

W rozdziale pierwszym przedstawiono prawne i ekonomiczne ujęcie prywatyzacji prezentując formy prywatyzacji, metody i techniki prywatyzacji w Polsce po okresie transformacji. W rozdziale tym Autor wymienia akty prawne będące podstawą przekształceń własnościowych polskiej gospodarki, a także wskazuje motywy i etapy procesów prywatyzacyjnych. W tej części rozprawy w podrozdziale 1.2.3. Autor przedstawił także interesujące wyniki badań nad prywatyzacją w Polsce po zmianach ustrojowych. Opierając się na badaniach własnych i wtórnych (CBOS) zaprezentował liczbę i podział przedsiębiorstw podlegających przekształceniom własnościowym od roku 1990 do 2012, a także przedstawił

analizę SWOT prywatyzacji w Polsce. Wprawdzie rozdział ten można kwalifikować jako rozdział teoretyczny będący przedstawieniem zagadnień przekształceń właścicielskich w naszym kraju, to zaprezentowanie danych ilościowych oraz opinii społeczeństwa na temat tych przekształceń jest swoistym uzupełnieniem skali i klimatu zachodzących zmian. Należy wskazać, że niektóre podrozdziały w rozdziale pierwszym mają zbyt wąskie ujęcie np. podrozdział 1.2.2. *Techniki prywatyzacji* (obejmujący pół strony tekstu) sprowadza się tylko do wymienienia najczęściej stosowanych jej technik według innego autora. W tym miejscu brak jest szerszego opisu czy nawet odniesienia do aktów prawnych. W ocenie Recenzenta podrozdział ten wymaga większego komentarza ze strony Autora.

Rozdział drugi zawiera teoretyczne aspekty kosztu kapitału. Autor koncentruje się w nim na przedstawieniu definicji kapitału, źródeł finansowania przedsiębiorstw, kosztu kapitału własnego i obcego oraz przedstawia dźwignię finansową. W rozdziale tym przedstawiono także znaczenie rynków kapitałowych dla gospodarki i przedsiębiorstw wskazując debiuty i ich wartość na GPW w Warszawie. Omówiono pokrótce rodzaje instrumentów rynku kapitałowego a także przeanalizowano relacje kapitalizacji spółek notowanych na GPW do PKB i liczby prywatyzacji w Polsce. Niestety przedstawione analizy są z różnych okresów. Niektóre są z lat 1991-2019, inne (uwzględniając źródła wtórne GPW) z okresu 1991-2013. Takie zróżnicowanie w przedstawionych danych utrudnia właściwą analizę badanych zjawisk i może prowadzić do niewłaściwych wniosków. Trzeba wskazać, że wykorzystane przez Autora dane np. PKB, kapitalizacja giełdy, liczba rachunków maklerskich itp. są danymi powszechnymi, które szczególnie w rozprawach naukowych powinny być aktualne i porównywalne. Ponadto, Autor na rys. 2.10 wykazuje w legendzie dwie zmienne, z których przedstawia tylko jedną. Często też posługuje się określeniami: *korelacja*, *korelacja pozytywna*, *korelacja negatywna* nie licząc korelacji i zbyt potocznie i wadliwie nadużywa nazwy zjawiska (współzależności cech) bez opisu metodologicznego konkretnego współczynnika i obliczeń.

W rozdziale trzecim Autor przedstawia teoretyczne aspekty dotyczące struktury kapitału i wartości przedsiębiorstwa. Szczegółowo omawia teorię struktury kapitału, jego wybór i determinanty, a także wskazuje na praktyczną weryfikację teorii struktury kapitału opierając się na badaniach krajowych i zagranicznych z literatury przedmiotu. W rozdziale trzecim przedstawiono także metody wyceny wartości przedsiębiorstwa. Autor opisał pięć metod wyceny przedsiębiorstwa i wykazał wycenę przedsiębiorstw w transakcjach fuzji i przejęć. Dopelnieniem rozdziału jest opis wyceny ryzyka będący istotnym elementem wyceny wartości przedsiębiorstwa. Rozdział trzeci dysertacji uważam za interesujący i potrzebny w kontekście

przeprowadzonych badań, oceniam go wysoko jako kompleksowy teoretyczny aspekt badanego zagadnienia.

Rozdział czwarty jest rozdziałem empirycznym poświęconym badaniu kosztu kapitału w wybranych siedmiu spółkach z sektora energetycznego. W rozdziale tym przedstawiono charakterystykę sektora energetycznego w Polsce, czynniki determinujące koszt kapitału w tym sektorze oraz dokonano oceny procesów prywatyzacyjnych w aspekcie problemu badawczego. Szczegółowe przedstawienie wybranych danych finansowych, struktury kapitału wraz z wyliczeniem jego kosztu w latach 2005- 2021 dla siedmiu sprywatyzowanych spółek (Tauron Polska Energia S.A. - Grupa Energetyka Południe; Polska Grupa Energetyczna S.A.; Enea S.A. - Grupa energetyczna Centrum; Energa S.A. – Grupa Energetyczna Północ; ZEW KOGENERACJA S.A.; Będzin S.A.; Zespół Elektrowni Pąków-Adamów-Konin S.A.) jest cennym wkładem Autora do literatury przedmiotu zarówno w aspekcie analitycznym, jak i poznawczym. Jednak, pod względem badawczym stanowi on głównie zestawienie danych finansowych w formie tabelarycznej na podstawie sprawozdań finansowych i ma znamiona raportu, w którym dokonano porównania wybranych spółek z sektora energetycznego. Na uwagę zasługuje wyodrębnienie czynników determinujących koszt kapitału w sektorze energetycznym oraz wnikliwa ocena procesów prywatyzacyjnych zachodzących w tym sektorze od początku transformacji gospodarczej.

W **rozdziale piątym** (empiryczny), Autor weryfikuje postawioną hipotezę badawczą. W rozdziale tym budzi zastrzeżenia sam tytuł, a także jego struktura, która wymaga usystematyzowania. Tytuł rozdziału powinien być sformułowany w sposób problemowy. Ponadto brzmi on dokładnie tak samo, jak tytuł podrozdziału 5.3. Biorąc pod uwagę zakres treści, nie powinien odnosić się on wyłącznie do hipotezy badawczej, a do całokształtu podjętych analiz. Może to być np. „Wpływ prywatyzacji kapitałowej na koszt kapitału w świetle przeprowadzonych badań”. Uwzględniając zakres przeprowadzonych analiz warto byłoby też inaczej określić strukturę rozdziału, np.:

- 5.1. Charakterystyka próby badawczej.
- 5.2. Ocena stanu finansowego badanych jednostek.
- 5.3. Charakterystyka podjętych działań prywatyzacyjnych.
- 5.4. Identyfikacja czynników determinujących koszt kapitału.
- 5.5. Wpływ prywatyzacji na koszt kapitału badanych jednostek.

Kolejnym aspektem, na który należy zwrócić uwagę jest brak części metodycznej badań. Co prawda przygotowano podrozdział 5.1. „Metoda badawcza”, ale dalece odbiega on od standardów typowych dla rozpraw doktorskich. Przede wszystkim brak jest jasno i w sposób

usystematyzowany określonego: uzasadnienia wyboru tematu, celów, metod i hipotez badawczych, a także zakresu badań. Wskazany podrozdział nie daje pełnej informacji, a pozostałe elementy są w ograniczonej formie i rozporoszone w różnych częściach dysertacji.

W pracy przedstawione zostało w sposób kompleksowy piśmiennictwo odnoszące się do podjętej problematyki badawczej. Krytyczna analiza literatury zawarta w trzech rozdziałach teoretycznych odpowiada naturze badanych problemów. Autor wykorzystał 226 pozycje literaturowe w tym obcojęzyczne m.in. z zakresu ekonomii, finansów, polityki i prawa. Ponadto przytoczył 14 aktów prawnych i wykorzystał źródła internetowe. Niestety w większości Autor powołuje się na literaturę starszą z okresu milenium i wcześniejszą, rzadko sięga do literatury najnowszej. O ile badane zagadnienia prywatyzacji są przedmiotem danych historycznych i starsza literatura może być uzasadniona, o tyle koszt kapitału, jego wycena, a także bieżące wykorzystanie zmienia się w czasie i zasadnym byłoby skorzystanie z nowszych opracowań. Istotnym uchybieniem jest fakt, że Autor wykazał w spisie literatury wiele pozycji, których nie cytował w treści rozprawy np. pozycje:

34. Campbell, J.Y., Vuolteenaho, T. [2004]. Bad beta, good beta, *American Economic Review*, 94(5), 1249–1275.

136. Markowitz, H.M. [1952]. Portfolio Selection/Harry Markowitz, *The Journal of Finance*, 7(1).

159. Patena, W., Maślankowski, K. [2010]. Standardy wyceny przedsiębiorstw – nowa propozycja, *Finansowy Kwartalnik Internetowy eFinanse*”, vol. 6, no. 2.

Pomimo przedstawionych ograniczeń, zakres źródeł literaturowych jest wystarczający w kontekście podjętej problematyki.

Wybór tematu, cel, hipotezy oraz zastosowane metody badawcze

Podjęta problematyka kosztu kapitału i prywatyzacji sektora energetycznego w Polsce odnosi się do dyscypliny ekonomia i finanse, przy czym posiada również w sobie elementy z polityki gospodarczej i społecznej. Nagroda Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii, przyznana w 1985 roku dla Franco Modiglianiego i 1990 roku dla Mertona Millera za twierdzenia odnoszące się do wartości przedsiębiorstwa, która nie zależy od stosunku jego długu do kapitału własnego i dźwigni finansowej, która nie ma wpływu na średnioważony koszt kapitału, wiąże się z tematyką recenzowanej rozprawy i potwierdza istotę poruszanych zagadnień naukowych. Osadzenie teorii naukowych kosztu kapitału jego struktury i wartości przedsiębiorstwa w historyczny aspekt przemian społecznych i gospodarczych (prywatyzacji

sektora energetycznego) naszego kraju uważam za oryginalne podjęcie do problemu naukowego dające ciekawe i satysfakcjonujące wyniki badań.

W warstwie metodologicznej Autor nie uniknął kilku błędów. Cel badawczy, ujęty we wstępie s. 5 wydaje się być sformułowany w sposób niepoprawny – powinno nim być raczej sformułowanie „określenie” lub „ocena” (a nie „*głównym celem badawczym rozprawy jest badanie...*”) wpływu prywatyzacji pośredniej, kapitałowej na koszt kapitału w przedsiębiorstwie. Wydaje się też, że tak określony cel jest nieco ubogi jak na rozprawę doktorską i przeprowadzone analizy mają znamiona porównań danych z raportów spółek. Szkoda, że Autor nie podjął się np. próby opracowania autorskiego modelu szacowania kosztu kapitału, który uwzględniałby aspekt prywatyzacji. Miałoby to charakter aplikacyjny, a wyniki mogłyby być wykorzystane przez potencjalnych kapitałodawców do szacowania ryzyka i stopy zwrotu, natomiast dla firm do optymalizacji struktury kapitału. Brakuje również wyraźnego wyartykułowania celów szczegółowych (częstkowych), którymi przykładowo mogłyby być: ocena stanu finansowego badanych spółek, czy też identyfikacja i ocena czynników determinujących koszt kapitału. Ponadto wątpliwości budzi również sformułowanie problemu badawczego, który brzmi dokładnie jak cel: (Problemem badawczym pracy jest analiza wpływu prywatyzacji pośredniej na koszt kapitału w przedsiębiorstwie).

Kolejnym aspektem jest hipoteza badawcza, zgodnie z którą Autor wskazuje na brak wpływu działań prywatyzacyjnych na koszt kapitału. Niestety brak jest uzasadnień dla tak, a nie inaczej sformułowanej hipotezy. Hipoteza neguje wpływ prywatyzacji na koszt kapitału, co wydaje się nie do końca spójne z dotychczasowymi badaniami. Literatura przedmiotu dostarcza argumentów wskazujących na wpływ optymalizacji struktury kapitału na koszt kapitału. Raczej skłanialibyśmy się do hipotezy, zgodnie z którą takowy wpływ jednak istnieje. Wynika to z choćby z faktu, iż jednym z efektów prywatyzacji jest lepsza kontrola nad spółką, a także poprawa efektywności kosztowej przedsiębiorstwa (na co sam Autor zwraca uwagę w pracy). Z perspektywy kapitałodawców są to czynniki zmniejszające poziom ryzyka alokacji kapitału, a przez to i oczekiwanej stopy zwrotu. Dotyczy to zarówno inwestorów finansowych, jak też kapitałowych (branżowych). W efekcie koszt kapitału powinien ulec obniżeniu. Dodatkowo Autor ogranicza się do sformułowania tylko jednej hipotezy (pomimo, iż nazywa ją hipotezą główną), co również wydaje się niewystarczające przy tak złożonym problemie, biorąc pod uwagę fakt, że jest to rozprawa doktorska, poszukująca oryginalnych rozwiązań po przeprowadzaniu kompleksowych wieloaspektowych badań. Jak wspominałem warstwa metodologiczna pracy jest nieco uboga. Brak jest dokładnego opisu wykorzystywanych metod badawczych. Przykładowo, w części empirycznej (s. 184) przedstawione zostały wyniki

współczynnika regresji liniowej szacowanej dla kosztu kapitału. Niestety brak jest informacji o tym, jakie dokładnie zmienne zostały ujęte w tym badaniu. Nie wynika to również z dość lakonicznej interpretacji tych wyników znajdującej się pod tabelą 5.8. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na mnogość różnego rodzaju determinant, które mogą wpływać na koszt kapitału. Są zarówno czynniki wewnętrzne, jak też zewnętrzne. Zresztą sam Autor podkreśla to w ostatnim akapicie podrozdziału 5.3. Zwróciłbym przy tym uwagę, że o ile Autor wskazuje na wybrane czynniki makroekonomiczne, to nie można zauważyć odniesień do uwarunkowań branżowych (sektora energetycznego). Specyfika branży wydaje się mieć istotne znaczenie w kontekście ryzyka i kosztu kapitału, zarówno własnego, jak też obcego. Podobnie rzecz ma się, jeśli chodzi o tabelę 5.9. na s. 185, w której zaprezentowano wyniki analizy korelacji Pearsona. Brakuje informacji o zmiennych, które były ujęte w tej analizie. Przy takim podejściu w opisie badań wyniki wydają się być nie do końca zrozumiałe i trudno jest ocenić czy przeprowadzone analizy jasno dają podstawę do stwierdzenia zrealizowanego celu badań i weryfikacji hipotezy. Te same uwagi odnoszą się do testu ANOVA, którego wyniki przedstawiono na s. 186.

Zastrzeżenia Recenzenta budzi także wykorzystanie i interpretacja współczynnika beta, którego Autor już w nazwie używa zamiennie „współczynnik beta”, „wskaźnik beta” „beta”. W pracy naukowej powinno się używać „współczynnik beta”. W pracy przeprowadzono obliczenia kosztu kapitału własnego i kapitału obcego według podstaw teoretycznych oraz danych rynkowych dostępnych w literaturze polskiej i światowej. Kapitał własny nie został obliczony na podstawie historycznych zwrotów z indeksu giełdowego WIG i akcji, z uwagi na duże wahania i brak spójnych wyników, a posłużono się modelem uwzględniającym średnią roczną rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych i ryzyko krajowe, wyliczone zgodnie z metodologią A. Damodarana [1999; 2003]. Odnosząc się do tych założeń należy zaznaczyć, że w literaturze polskiej i zagranicznej, a szczególnie w rozprawie doktorskiej, typowym rozwiązaniem jest samodzielne szacowanie współczynników beta na podstawie danych historycznych. Ponadto w pracy nie opisano w żadnym miejscu metodologii Damodorana, którą autor się posłużył przy wyznaczaniu kosztu kapitału, natomiast w rozdziale V przedstawiony jest wzór 5.1. „Koszt kapitału własnego” w oparciu o model CAPM i współczynnik beta z modelu Sharpe’a. Jednak w analizach nie ma przedstawionego wzoru na współczynnik beta (model Sharpe’a). Model CAPM i Sharpe’a może być stosowany dla spółek notowanych na regulowanym rynku kapitałowym i nadaje się wprost do porównywania kosztu kapitału własnego przed prywatyzacją (nie można policzyć współczynnika beta tą metodą przed pierwszą emisją) i po prywatyzacji. Istnieją modele (np. model Hamady) pozwalające w przybliżony sposób na ocenę kosztu kapitału własnego spółek nie notowanych na regulowanym

rynku kapitałowym, na podstawie struktury kapitału i średniego współczynnika beta dla danej branży. W przypadku takich modeli zmiana kosztu kapitału własnego wynikałaby jedynie ze zmiany struktury kapitału jest to jednak podejście wysoce uproszczone. Można się jedynie domyślać, że model tego typu zastosowano w analizach, nie jest to jednak wyraźnie opisane, a pracy Hamady nie ma w spisie literatury.

W zakończeniu (s.189) Autor pisze, że wykorzystana w badaniach metoda: „*Studium przypadku (case study) jest stosunkowo mało popularną metodą w badaniach w obszarze nauk społecznych, w dziedzinie ekonomii.*” W opinii Recenzenta jest to stwierdzenie nieuzasadnione, bowiem jest to metoda powszechnie wykorzystywana w obszarze nauk ekonomicznych. Natomiast w myśl Komunikatu nr 5/2022 Ministra Edukacji i Nauki z 11 października 2022 r. w sprawie nowej klasyfikacji dziedzin i dyscyplin naukowych, badania prowadzimy w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse. Taka formalna nomenklatura powinna być także na stronie tytułowej dysertacji.

Podsumowując, podjęta tematyka wydaje się ciekawa z punktu widzenia poznawczego i historycznego, przy czym niekoniecznie jest aktualna. Ponadto Autor nie wskazuje jaki wkład do nauki mają podjęte badania. Analizy dotyczące kosztu kapitału oraz optymalizacji struktury kapitałowej są realizowane od wielu lat. Praca ma charakter poznawczy i stanowi pewien wkład zarówno do teorii kosztu kapitału, jak też kształtowania optymalnej struktury kapitału w aspekcie procesów prywatyzacyjnych tak historycznie jak i potencjalnie w innych krajach postkomunistycznych.

Konkluzja

Przedstawiona do oceny rozprawa doktorska pt. „Wpływ prywatyzacji na koszt kapitału w przedsiębiorstwach sektora energetycznego” stanowi oryginalne przedstawienie i rozwiązanie ważnego problemu naukowego, świadczy o wiedzy teoretycznej Autora z zakresu ekonomii i finansów, a także dyscyplin z nią powiązanych w kontekście badanego zagadnienia. Pomimo uwag krytycznych stwierdzam, że w świetle przeprowadzonych naukowych dociekań Autor nabył umiejętności niezbędne do samodzielnego prowadzenia badań. Spełnia zatem wymogi stawiane pracom doktorskim określone w art. 13 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym w zakresie sztuki. Wnioskuje o dopuszczenie rozprawy doktorskiej magistra Piotra Międlara do publicznej obrony.

Olsztyn, 20 lipca 2023 r.

