

Wrocław 4.03.2022

Dr hab. Katarzyna Kuziak, prof. UE

Katedra Inwestycji Finansowych i Zarządzania Ryzykiem

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Recenzja pracy doktorskiej mgr Maksymiliana Bąka nt. „Uwarunkowania zewnętrzne efektywności finansowej przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce” przygotowanej pod kierunkiem prof. dr hab. Sławomira Juszczyka – promotora oraz dr Rafała Balina – promotora pomocniczego

Tematyka pracy

Praca dotyczy badania oddziaływania czynników makroekonomicznych na efektywność finansową przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce.

Analiza obejmuje okres od 2005 do 2018 roku. Autor wybrał 215 przedsiębiorstw przemysłu spożywczego prowadzące działalność gospodarczą w sektorze mięsnym, piekarskim, owocowo-warzywnym i pozostałych artykułów spożywczych.

Zrozumienie mechanizmów czynników wpływających na wyniki przemysłu spożywczego jest ważne z punktu widzenia roli jaką pełnią przedsiębiorstwa tego przemysłu w gospodarce narodowej. Przedsiębiorstwa te spełniają szczególną rolę – zaspokajają podstawowe potrzeby konsumentów i mają wpływ na ich zdrowie. Poza tym analiza czynników jest potrzebna inwestorom w pomiarze ryzyka, wycenie aktywów i alokacji aktywów, regulatorom w ustalaniu wymogów kapitałowych. Analiza wpływu nie jest zagadnieniem nowym, istnieje wiele badań w tym obszarze, niekoniecznie w przemyśle spożywczym. Jednak nowe badania, mogą przynieść nową wiedzę. Z tych powodów uważam, że wybór tematu rozprawy – przede wszystkim biorąc pod uwagę rozwój gospodarki jest trafny i w pełni uzasadniony.

Tytuł, cel pracy, hipotezy badawcze, struktura pracy

Na początku odniosę się do tytułu pracy „Uwarunkowania zewnętrzne efektywności finansowej przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce”, który w mojej ocenie mógłby być bardziej precyzyjny, tj. wskazywać na czynniki makroekonomiczne, a nie uwarunkowania zewnętrzne. Ponadto termin „uwarunkowania” wskazuje na pewne fundamenty, jest szerszy w porównaniu do „oddziaływania czynników”.

Autor w rozdziale pierwszym pracy formułuje cel główny pracy. Jest nim „ustalenie siły i kierunku oddziaływania kluczowych czynników makroekonomicznych na poziom efektywności finansowej przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce w latach 2005-2018”. Sformułowanie to zakłada znajomość czynników makroekonomicznych (celem pracy nie jest identyfikacja czynników).

By osiągnąć cel główny Autor sformułował zadania badawcze:

1. Rozpoznanie sytuacji finansowej przedsiębiorstw przemysłu spożywczego i jego poszczególnych sektorów w latach 2005-2018.
2. Usystematyzowanie dotychczasowej wiedzy w zakresie metodyki pomiaru efektywności ekonomicznej i finansowej przedsiębiorstw oraz rozróżnienie tych pojęć.
3. Przegląd i wybór miar efektywności finansowej w przemyśle spożywczym.
4. Budowa modeli ekonometrycznych, umożliwiających ustalenie siły i kierunku oddziaływania czynników makroekonomicznych na efektywność finansową przedsiębiorstw przemysłu spożywczego i jego ważniejszych sektorów.

Zadanie 2 stanowi przygotowanie do zadania 3, tj. 2 – usystematyzowanie dotychczasowej wiedzy w zakresie metodyki pomiaru efektywności finansowej przedsiębiorstw oraz 3 – przegląd miar efektywności finansowej przedsiębiorstw przemysłu spożywczego. Brakuje mi identyfikacji czynników makroekonomicznych oraz wyjaśnienia dlaczego skupiamy się w pracy tylko na czynnikach makroekonomicznych (tytuł wskazuje na szerszą analizę) oraz dlaczego wybieramy takie miary efektywności finansowej przedsiębiorstw.

Poza zadaniami badawczymi Autor sformułował również hipotezy badawcze:

Hipoteza 1 (H1): „Wzrost PKB najsilniej oddziałuje na wzrost efektywności finansowej przedsiębiorstw w sektorze piekarskim”,

Hipoteza 2 (H2): „Spadek stopy bezrobocia najsilniej oddziałuje na wzrost efektywności finansowej przedsiębiorstw w sektorze mięsny”,

Hipoteza 3 (H3): „Wzrost relacji salda obrotów bieżących do PKB najsilniej oddziałuje na wzrost efektywności finansowej przedsiębiorstw w sektorze owocowo-warzywny”,

Hipoteza 4 (H4): „Wzrost relacji salda budżetu państwa do PKB najsilniej oddziałuje na wzrost efektywności finansowej przedsiębiorstw w sektorze pozostałych artykułów spożywczych”,

Hipotezy badawcze wynikają częściowo z przeglądu literatury i zostały zweryfikowane w rozdziale piątym pracy.

Układ treści poszczególnych rozdziałów jest logiczny i wewnętrznie spójny. Strukturę pracy podporządkowano realizacji celu głównego, a co za tym idzie, również weryfikacji hipotez badawczych. Praca składa się z pięciu rozdziałów, wprowadzenia i zakończenia wraz z wnioskami. Całość liczy 223

strony, 159 pozycji literatury (w tym 6 źródeł prawnych). Praca ma charakter teoretyczno-empiryczny (z przewagą badań empirycznych).

Rozdział pierwszy przedstawia cel badań i hipotezy, uzasadnienie wyboru próby badawczej, wskaźniki efektywności finansowej, czynniki makroekonomiczne. W podrozdziale 1.2 opisano metody badań, a w kolejnym metody prezentacji wyników. W większości prac wiele z tych informacji zawiera wstęp, a rozdział pierwszy odnosi się bezpośrednio do tematu pracy.

Rozdział drugi odnosi się do przedsiębiorstwa i efektywności finansowej, roli przedsiębiorstwa w systemie gospodarczym. Podrozdział 2.3. opisuje wzrost i rozwój gospodarczy, mierniki oraz czynniki wzrostu gospodarczego, bariery wzrostu, rolę państwa. W kolejnym podrozdziale zdefiniowana jest efektywność finansowa przedsiębiorstwa. Ostatni podrozdział poświęcony jest czynnikom zewnętrznym przedsiębiorstwa i ich oddziaływaniu na przedsiębiorstwa, w tym szczegółowo pięciu kluczowym czynnikom makroekonomicznym (PKB, stopa bezrobocia, inflacja, saldo budżetu państwa, saldo rachunku obrotów bieżących). Autor nie wskazał kryterium wyboru tych czynników, oparł się na przedstawionym w podrozdziale 2.5.2 pięciokacie stabilizacji makroekonomicznej G. Kołodki.

Rozdział trzeci dotyczy analizy sytuacji ekonomicznej i finansowej przemysłu spożywczego. Przedstawione są studia empiryczne wartości produkcji (podrozdział 3.1), wyników ekonomiczno-finansowych (podrozdział 3.2), produkcji ważniejszych wyrobów w sektorze mięsny (podrozdział 3.3.1), piekarskim (podrozdział 3.3.2), owocowo-warzywnym (podrozdział 3.3.3) i pozostałych artykułów spożywczych (podrozdział 3.3.4).

Rozdział czwarty zawiera wyniki badań Autora przeprowadzone na podstawie danych odnoszących się do sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Podrozdział 4.1 zawiera badania nad aktywami (trwałymi, obrotowymi, zapasami, należnościami krótkoterminowymi, inwestycjami krótkoterminowymi), a 4.2 pasywami (kapitałem własnym, zobowiązaniami, zobowiązaniami krótkoterminowymi) w przedsiębiorstwach przemysłu spożywczego. Jednak Autor nie wskazuje dlaczego te kategorie, bilansu wybrał do analizy. Podrozdział 4.3, prezentuje wyniki dotyczące analizy kluczowych kategorii rachunku zysków i strat (wartości przychodów ze sprzedaży, kosztów działalności operacyjnej, zysku ze sprzedaży).

Rozdział piąty przedstawia badania określające siłę i kierunek wpływu wybranych czynników makroekonomicznych na efektywność finansową przedsiębiorstw przemysłu spożywczego ogółem (podrozdział 5.1) i jego sektorów (mięsnego 5.2, piekarskiego 5.3, owocowo-warzywnego 5.4 i pozostałych artykułów spożywczych 5.5). Rozdział kończy podsumowanie wyników oraz wnioski i rekomendacje.

W pracy wykorzystano dynamiczną regresję panelową (oszacowaną z wykorzystaniem uogólnionej metody momentów pierwszych różnic Arellano-Bonda), analizę statystyczną (analiza parametrów rozkładu zmiennej).

Ocena merytoryczna pracy

Mankamentem rozprawy doktorskiej mgra Maksymiliana Bąka jest brak argumentacji w budowie modeli ekonometrycznych. Sprawia to, że nie został w pracy zbudowany kompleksowy system analizy, bo wnioski z jednej części nie przekładają się na kolejną, np. z analizy otoczenia makro wynikają pewne czynniki, ale dlaczego Autor skupił się jedynie na czynnikach makroekonomicznych i dlaczego akurat na tych nie wiadomo. Podobnie z pomiarem efektywności finansowej – Autor wybrał mierniki, kierując się przeglądem literatury nie uzasadniając, dlaczego właściwie te cztery będą przedmiotem analizy. W mojej ocenie, jeśli praca odnosi się do czynników wpływających na efektywność finansową przedsiębiorstw przemysłu spożywczego (czyli silnie zróżnicowanego, bowiem jest wiele sektorów, na które mogą oddziaływać inne czynniki) powinna na wstępie stanowić analizę fundamentalną przemysłu spożywczego (w tym makro, ale też otoczenie mikro). Czynniki mogą być zaproponowane na podstawie literatury, ale powinny pokrywać się z tą analizą, jeśli z niej nie wypływają. Aktualnie przedstawienie prac sprawia wrażenie braku spójności pomiędzy poszczególnymi etapami badania.

Uwarunkowania zewnętrzne obejmują nie tylko otoczenie makroekonomiczne sektora, ale także mikroekonomiczne. Analizując otoczenie makro Autor skupia się na otoczeniu ekonomicznym, pomijając pozostałe np. polityczno-prawne, demograficzne, międzynarodowe oraz pomija otoczenie mikro nie uzasadniając swojego wyboru. Autor stwierdza jedynie, że „rozpoznanie i ocena uwarunkowań na poziomie makro jest niezbędna z punktu widzenia realizacji przyjętego celu rozprawy”. Wybrane czynniki nie są zatem efektem analizy zewnętrznej, zatem tytuł rozprawy jest zbyt szeroki w porównaniu do przeprowadzonych badań empirycznych.

Uzasadnienie wyboru próby badawczej jest szczegółowe – wybrano 215 przedsiębiorstw co stanowi 15% dużych przedsiębiorstw funkcjonujących na dzień 31.12.2018 w przemyśle spożywczym, ten wybór nie budzi wątpliwości.

Słabe skonfrontowanie otrzymanych wyników z aktualnym stanem wiedzy.

Pomimo tego, wypadkowa pozostałych elementów jest pozytywna. Rozprawa zawiera elementy świadczące o umiejętności rozwiązania problemów badawczych. Pozytywnie oceniam przygotowanie Autora do pracy badawczej – posiada on solidną wiedzę z zakresu finansów, a ponadto dobrze porusza się w problematyce związanej z szeroko pojętym modelowaniem. Świadczy o tym między innymi badanie empiryczne. Zastosowany aparat jest odpowiedni do postawionego problemu badawczego.

a) Uwagi dyskusyjne

Brak uzasadnienia wyboru zmiennych objaśnianych. W dynamicznych modelach panelowych zostały wykorzystane: ROS, ROE, ROA i marża EBITDA, a objaśniające: stopa bezrobocia, stopa inflacji, saldo budżetu państwa do PKB, saldo obrotów bieżących do PKB, dynamika PKB (w drugiej grupie czynników

dynamika PKB została zastąpiona przez: dynamikę akumulacji, dynamikę spożycia, dynamikę importu, dynamikę eksportu).

Efektywność ekonomiczna wywodzi się z zasady racjonalnego gospodarowania i oznacza osiąganie danych wyników przy możliwie najniższych nakładach (kosztach) albo uzyskiwanie możliwie jak najwyższego produktu (wyniku) z danej ilości nakładów. Ta kategoria efektywności może występować w ujęciu finansowym lub produktywnościowym. Zatem stawianie na równi efektywności ekonomicznej i finansowej jest nieuzasadnione.

Wykorzystanie modeli panelowych zostało opisane dość lakonicznie. Nie ma dyskusji na temat efektów stałych i zmiennych – przyjęto po prostu metodę FDGMM. Nie wiadomo dlaczego Autor wykorzystał test Sargana oraz Walda – powinno być przy opisie modeli, jakie testy będą stosowane i dlaczego te. Nie wiadomo, czy była zastosowana metoda estymacji jedno- czy dwustopniowa.

b) Najważniejsze osiągnięcia pracy

1. Właściwy wybór próby badawczej.
2. Sformułowane cele zostały osiągnięte, hipotezy badawcze zostały zweryfikowane.
3. Analiza własności danych finansowych przedsiębiorstw przemysłu spożywczego (podrozdział 4.1, 4.2, 4.3).
4. Wykorzystanie narzędzi ekonometrii – regresji panelowej.
5. Ważne wnioski z przeprowadzonych badań:
 - najważniejszym czynnikiem wpływającym na efektywność finansową przedsiębiorstw przemysłu spożywczego jest stopa inflacji (wpływ negatywny);
 - dynamika PKB ma pozytywny wpływ na efektywność finansową przedsiębiorstw przemysłu spożywczego;
 - stopa bezrobocia ma negatywny wpływ na efektywność finansową przedsiębiorstw przemysłu spożywczego;
 - relacja salda rachunku obrotów bieżących do PKB ma pozytywny wpływ na efektywność finansową przedsiębiorstw przemysłu spożywczego;
 - relacja salda budżetu państwa do PKB ma niejednoznaczny wpływ na efektywność finansową przedsiębiorstw przemysłu spożywczego;
 - stwierdzono pogłębienie dysproporcji między przedsiębiorstwami reprezentującymi 25% najmniejszych i 25% największych przedsiębiorstw pod względem wartości badanych kategorii bilansowych i finansowych;

- w przypadku przedsiębiorstw sektora mięsnego najczęściej oddziaływała na efektywność finansową inflacja, w przypadku przedsiębiorstw sektora piekarskiego najczęściej oddziaływała na efektywność finansową dynamika PKB, w przypadku przedsiębiorstw sektora owocowo-warzywnego najczęściej oddziaływała na efektywność finansową dynamika importu, a w przypadku przedsiębiorstw sektora pozostałych artykułów najczęściej oddziaływała na efektywność finansową inflacja oraz saldo budżetu państwa do PKB.

Poprawność redakcyjna

Praca pod względem edycyjnym została przygotowana bardzo dobrze. Pojawiają się nieliczne braki interpunkcyjne. Autor czasem używa niefortunnych sformułowań lub błędnych sformułowań:

- 1) Np. s. 151 „średnioroczna stopa wzrostu” uważam ten termin za błędny, prawidłowo jest średnia roczna stopa wzrostu – na szczęście Autor również ten termin stosuje np. s. 123.
- 2) Dynamiczny model panelowy na s. 19 został nieprawidłowo przedstawiony, jest $x_{it}^T \beta$, a powinno być $\beta^T x_{it}$. Ponadto szczegóły estymacji na s. 20-21 nie zawierają konwencji zapisu macierzowego pogrubioną czcionką, w związku z tym nie wiadomo co jest skalarem, a co macierzą (np. macierz instrumentów na s. 20 jest Z powinno być \mathbf{Z} , w macierzy mamy 0 powinno być $\mathbf{0}$, podobnie x powinien być \mathbf{x}). Wzór $E(y_{k,i,t}, \varepsilon_{i,t}) = 0$ powinien chyba odnosić się do x , tj. $E(x_{k,i,t}, \varepsilon_{i,t}) = 0$.
- 3) Autorami modelu CAPM są J. Treynor (1961, 1962), W. Sharpe (1964), J. Lintner (1965) oraz J. Mossin (1966), a nie jedynie Treynor i Sharpe (por. s. 71).

Wniosek końcowy

Biorąc pod uwagę przedstawione oceny, stwierdzam, że przedłożona do recenzji rozprawa doktorska mgra Maksymiliana Bąka nt. „Uwarunkowania zewnętrzne efektywności finansowej przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce” przygotowana pod kierunkiem prof. dr hab. Sławomira Juszczyka – promotora oraz dr Rafała Balina – promotora pomocniczego spełnia wymagania prawne stawiane rozprawom doktorskim. Stanowi ona oryginalne rozwiązanie problemu naukowego. Doktorant wykazał w pracy odpowiedni poziom wiedzy w dyscyplinie ekonomii i finansów i potwierdził tym samym umiejętność samodzielnego prowadzenia oryginalnej pracy naukowej.

Rozprawa doktorska mgra Maksymiliana Bąka spełnia wymagania prawne stawiane rozprawom doktorskim i dlatego wnioskuję o dopuszczenie mgra Maksymiliana Bąka do publicznej obrony przedłożonej rozprawy doktorskiej oraz popieram wnioski o nadanie stopnia doktora w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Katarzyna Kuzwał