

Szczecin, 23.01.2024

**dr hab. Agnieszka Majewska, prof. US**

Katedra Finansów Zrównoważonych i Rynków Kapitałowych

Instytut Ekonomii i Finansów

Wydział Ekonomii, Finansów i Zarządzania

Uniwersytet Szczeciński

**Recenzja osiągnięć naukowych Pana dra Jana Kaczmarzyka  
przygotowana w związku z postępowaniem w sprawie nadania stopnia doktora  
habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse**

Recenzja została sporządzona zgodnie z kryteriami oceny zawartymi  
w artykule 219 Ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce  
(Dz. U. z 2018 r. poz. 1668 ze zm.).

Formalną podstawą sporządzenia recenzji było pismo Przewodniczącego Komitetu Naukowego Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach prof. dra hab. Grzegorza Kończaka z dnia 13 listopada 2023 roku informujące, że zostałam powołana w skład Komisji ds. postępowania habilitacyjnego dra Jana Kaczmarzyka jako recenzent. Opinia dokonana została na podstawie kompletu dokumentów, w tym monografii (w wersji elektronicznej) oraz autoreferatu przedstawiającego opis kariery zawodowej i wykazu osiągnięć naukowych.

## **OGÓLNE INFORMACJE O HABILITANCIE**

Dr Jan Kaczmarzyk dyplom magistra uzyskał na Wydziale Finansów i Ubezpieczeń, Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach w 2005 roku. Pracę doktorską pt. „Metody symulacyjne w ocenie ryzyka działalności gospodarczej przedsiębiorstwa”, napisaną pod kierunkiem prof. dr hab. Krystyny Znanięckiej obronił w 2012 roku i uzyskał stopień doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii. Od 2005 roku jest

pracownikiem Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach w Katedrze Finansów Publicznych (wcześniej Katedrze Finansów) na Wydziale Finansów.

## **OCENA OSIĄGNIĘCIA BĘDĄCEGO PODSTAWĄ DO WNIOSKOWANIA O NADANIE STOPNIA DOKTORA HABILITOWANEGO**

Ocenianym osiągnięciem w rozumieniu art. 219 ust. 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018 roku Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce jest monografia naukowa pt. „**Wartość dochodowa przedsiębiorstwa w ekspozycji na ryzyko działalności gospodarczej**” wydana przez Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach w 2023 roku.

Monografia podzielona jest na cztery rozdziały, zawiera wstęp, podsumowanie, literaturę, spis rysunków i tabel oraz załącznik przedstawiającego widok narzędzia do wizualizacji rezultatów symulacji.

Całość obejmuje 218 stron i opiera się na około 235 źródłach literatury. Podjętą przez Autora tematykę uważam za ważną, bowiem poszukiwanie wartości przedsiębiorstwa, która w możliwie najlepszy sposób będzie odzwierciedlała jego potencjał i uwzględniała zmienne warunki, w których funkcjonuje cały czas budzi dyskusje i niewątpliwie warta jest podjęcia kolejnych badań.

Celem głównym przekazanej mi do oceny monografii było „wskazanie, zdefiniowanie i usystematyzowanie kategorii wartości dochodowej przedsiębiorstwa skorygowanej o ryzyko działalności gospodarczej w ujęciu stochastycznym jako wiarygodnego kryterium decyzyjnego współczesnego przedsiębiorstwa zorientowanego na kreację wartości w zmiennym otoczeniu”. Autor wskazał również dziewięć celów szczegółowych, do których zaliczył:

1. Dyskusję nad aktualnością paradygmatu o maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa.
2. Usystematyzowanie modeli umożliwiających wyznaczenie wartości dochodowej przedsiębiorstwa.
3. Uporządkowanie i zaproponowanie klasyfikacji ryzyka działalności gospodarczej jako ryzyka finansowego.
4. Zdefiniowanie wartości dochodowej skorygowanej o ryzyko działalności gospodarczej postrzeganej w szerszym i węższym ujęciu stochastycznym.
5. Rozróżnienie problemu akceptacji premii za ryzyko z akceptacją ryzyka działalności gospodarczej przedsiębiorstwa.

6. Wskazanie symulacji Monte Carlo jako elastycznej metody umożliwiającej wyznaczenie wartości dochodowej skorygowanej o ryzyko działalności gospodarczej w ujęciu stochastycznym.
7. Uporządkowanie problemu przyjmowania założeń w symulacji Monte Carlo, ze szczególnym uwzględnieniem problemu wyceny.
8. Wskazanie i usystematyzowanie potencjału informacyjnego wartości dochodowej skorygowanej o ryzyko działalności gospodarczej w ujęciu stochastycznym.
9. Opracowanie autorskiego informatycznego modelu finansowego umożliwiającego wyznaczenie wartości dochodowej skorygowanej o ryzyko działalności gospodarczej w ujęciu stochastycznym, dostosowanego do pomiaru z wykorzystaniem symulacji Monte Carlo.

Osiągnięcie celów 1-2 dotyczy pierwszego rozdziału, z kolei cele 3-6 łączą się z drugim rozdziałem, natomiast cele 6-9 odnoszą się do rozważań prowadzonych nad zagadnieniem symulacji Monte Carlo prowadzonych w rozdziale trzecim i czwartym i wiążą się zarówno z teoretyczną, jak i praktyczną częścią pracy.

W pracy postawiono tezę główną, przyjmując, „iż zarządzanie przedsiębiorstwem zorientowane na kreację wartości w zmiennym otoczeniu powinno polegać na cyklicznej ocenie wartości dochodowej skorygowanej o ryzyko w ujęciu stochastycznym”. Dodatkowo sformułowano cztery tezy pomocnicze:

- Teza 1. „Paradygmat o maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa odzwierciedlającej długoterminową właściwą zdolność do generowania przepływów pieniężnych, ustalonej metodami dochodowymi, pozostaje aktualny zarówno dla podmiotu notowanego, jak i nienotowanego na rynku kapitałowym”.
- Teza 2. „Pełna akceptacja ryzyka, to akceptacja możliwości wystąpienia nieskończenie wielu scenariuszy, czyli znajomość rozkładu prawdopodobieństwa, a nie tylko akceptacja premii za ryzyko”.
- Teza 3. „Symulacja Monte Carlo (jako zaawansowana analiza scenariuszy) pozwala na określenie rozkładu prawdopodobieństwa wartości dochodowej z uwzględnieniem realnego zachowania czynników ryzyka, a tym samym na wyznaczenie wartości dochodowej skorygowanej o ryzyko w ujęciu stochastycznym dowolnego przedsiębiorstwa, również w warunkach ograniczonego dostępu do danych historycznych – typowych dla przedsiębiorstw niefinansowych”.
- Teza 4. „Wartość dochodowa skorygowana o ryzyko działalności gospodarczej w ujęciu stochastycznym daje przewagę informacyjną, która pozwala na podejmowanie

decyzji stanowiących konsekwencję pełnej akceptacji ryzyka w ramach zarządzania finansami przedsiębiorstwa zorientowanego na maksymalizację wartości”.

Znacznie częściej w naukach społecznych badacze wysuwają przypuszczenie, formułując hipotezy, które następnie są potwierdzane lub falsyfikowane. Autor przyjął podejście postawienia twierdzeń, których prawdziwości stara się dowieść. Oznacza to, że miał już z góry określone zdanie na badany temat i starał się znaleźć argumenty przemawiające za nim. Według mnie ograniczyło to podjętą przez Habilitanta krytykę niektórych kwestii.

Poszczególne tezy pomocnicze poddane zostały obronie w ramach dyskusji i rozważań prowadzonych odpowiednio w rozdziałach 1-4 monografii. Do przedstawionych tez szczególnie odniosę się w dalszej części recenzji, przy omawianiu zawartości poszczególnych rozdziałów.

**Rozdział pierwszy** „Ocena wartości dochodowej w procesie zarządzania finansami współczesnego przedsiębiorstwa” obejmuje rozważania nad aktualnością paradygmatu o maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa, wartością przedsiębiorstw notowanych i nienotowanych na rynku kapitałowym oraz modelami wyceny, w szczególności modelami finansowymi wyceny wartości dochodowej przedsiębiorstwa. Argumentując aktualność paradygmatu maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa Autor wskazuje między innymi na dążenie do utrzymywania rentowności, z czym niewątpliwie wiąże się generowanie dodatniego salda przepływów pieniężnych. Słusznie stwierdza, że spełnia to oczekiwania różnych interesariuszy oraz podkreśla, że kreowanie wartości przedsiębiorstwa powinno koncentrować się na działaniach długoterminowych.

Ważnym elementem jest dyskusja nad aktualnością paradygmatu w kontekście przedsiębiorstw notowanych i nienotowanych na rynku kapitałowym. W odniesieniu do przedsiębiorstw notowanych i odwołania się Autora do efektywności rynku zabrakło mi odniesienia się do form efektywności informacyjnej. Habilitant opisał na czym polega efektywność informacyjna, fundamentalna i alokacyjna rynku, ale nie podał jakie znaczenie dla określania wartości przedsiębiorstwa notowanego na rynku kapitałowym ma forma występującej efektywności. W dyskusji nad przedsiębiorstwami nienotowanymi dążącymi do maksymalizacji wartości Autor wskazał, że z uwagi na brak dostarczanej na bieżąco wartości rynkowej, należy dokonywać cyklicznych, regularnych wycen. Jednocześnie podał, że prostszą alternatywą dla cyklicznych wycen może być monitorowanie wielkości finansowych i pozafinansowych, które są nośnikami wartości.

W podrozdziale poświęconym fundamentalnej sytuacji finansowej oraz wartości przedsiębiorstwa Habilitant wskazał na niejednoznaczność pojęcia wartości przedsiębiorstwa.

W szczególności odniósł się do wartości rynkowej oraz szacunkowej przedsiębiorstwa. Rozważania prowadzone w tym zakresie stanowią klasyczne podejście do podjętego tematu i nie wyróżniają się na tle innych prac. Autor wskazał, że zarówno dla przedsiębiorstwa notowanego, jak i nienotowanego na rynku kapitałowym, wartość rynkowa akcji bądź udziałów jest kategorią obiektywną, natomiast szacunkowa jest zawsze kategorią subiektywną, jako konsekwencja wyboru modelu finansowego, na podstawie którego jest określana.

W części opisującej modele finansowe wyceny wartości dochodowej przedsiębiorstwa poza powszechnie znanymi formułami, nie wnoszącymi nic szczególnego do pracy, Autor zwrócił uwagę na tempo wzrostu, które stanowi istotny czynnik w wyznaczaniu wartości przedsiębiorstwa. Dokonał w tym zakresie przeglądu i porównania stosowanych podejść. Szkoda, że Habilitant nie dokonał tabelarycznego podsumowania wykorzystywanych modeli finansowych, wskazując na ich zalety i wady oraz ograniczenia w implementacji dla przedsiębiorstw notowanych i nienotowanych na rynku kapitałowym. Dzięki temu mógłby wskazać, który model finansowy najlepiej sprawdza się dla określonych warunków.

Odnosząc się całościowo do dyskusji prowadzonej w tym rozdziale, muszę stwierdzić, że zabrakło mi podsumowania oceny wartości dochodowej przedsiębiorstwa ze szczególnym wskazaniem występujących ograniczeń oraz rekomendacji Autora w zakresie możliwości zastosowania modeli symulacyjnych w praktyce. Reasumując, pomimo występujących braków uważam, że pierwszy cel został zrealizowany, natomiast cel drugi tylko częściowo. Ponadto, aby jednoznacznie uznać słuszność pierwszej tezy pomocniczej Habilitant mógł zebrać wszystkie dowody w formie tabelarycznej wraz z odniesieniem do źródeł literatury. Nie rodziłoby to wówczas wątpliwości, czy rzeczywiście przyjęta teza jest słuszna.

**Rozdział drugi „Ryzyko w wycenie dochodowej przedsiębiorstwa”** Habilitant rozpoczął od dyskusji nad problemem ryzyka działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Autor słusznie zwrócił uwagę na istnienie wielu różnych klasyfikacji ryzyka i podjął próbę uporządkowania i usystematyzowania ryzyka w odniesieniu do działalności gospodarczej. Pewne kwestie budzą jednak moje wątpliwości. Pierwsza dotyczy informacji zawartych w tabeli 1 (s. 53). Habilitant za E. Banks (2002) w ramach ryzyka rynkowego podał różne szczegółowe kategorie. W moim przekonaniu nie można ich klasyfikować jako ryzyka rynkowego. Dyskusyjne jest również stwierdzenie, że „Ryzyko płynności bywa klasyfikowane jako jeden z rodzajów ryzyka rynkowego” (s. 60). Uważam, że wymaga to szerszego wyjaśnienia. Pozytywnie oceniam próbę połączenia klasyfikacji ryzyka finansowego z klasyfikacją ryzyka według rodzajów działalności: operacyjnej, inwestycyjnej oraz finansowej (tabela 3 oraz rysunek 8). W podanej

klasyfikacji zabrakło mi jednak wyodrębnienia ryzyka stopy procentowej (działalność inwestycyjna) oraz ryzyka zmian cen instrumentów finansowych (działalność finansowa).

W podrozdziale 2.2 Habilitant przedstawił wartość dochodową przedsiębiorstwa skorygowaną o ryzyko działalności gospodarczej w ujęciu stochastycznym. Autor przyjął, że wartość dochodowa przedsiębiorstwa jest zmienną losową ciągłą, dla której może występować nieskończenie wiele scenariuszy. Nie jest to nowe podejście w literaturze przedmiotu. Habilitant w tym zakresie wyróżnił pojęcie wartości dochodowej skorygowanej o ryzyko w szerszym i węższym ujęciu stochastycznym. Szersze ujęcie stochastyczne utożsamia z rozkładem prawdopodobieństwa wartości dochodowej, natomiast węższe ujęcie odnosi do określonej miary wyznaczonej na podstawie tego rozkładu (np. wartości oczekiwanej). Zatem węższe ujęcie tak naprawdę sprowadza się do wyznaczenia wartości opisujących ten rozkład. Rysunki 11-14 przedstawiające funkcje CDF i PDF poza użyciem czterech różnych nazw zmiennych (BV, OV, MV, D) są identyczne. Można to było przedstawić na jednym rysunku. Jest to oczywiste, że przy dużym/ małym potencjale majątku do generowania dochodu będzie relatywnie duże prawdopodobieństwo, że wartość przedsiębiorstwa będzie wyższa/ niższa niż ta z oferty sprzedającego. Przekłada to się na wypłacalność przedsiębiorstwa. Dla przedsiębiorstwa notowanego zamiast wartości oferowanej wystąpiła wartość rynkowa. Powyższe informacje bez uszczerbku dla prowadzonej dyskusji mogły być ujęte łącznie. Pozostałe moje szczegółowe to:

- Na rysunkach 15 i 16 (s. 81), które przedstawiają rozkłady dwu i wielomodalne, Autor zaznaczył dominantę, które w istocie nie powinna być wyznaczana dla tego typu rozkładów.
- Na stronie 85 Autor podaje, że „W odniesieniu do wartości dochodowej przedsiębiorstwa racjonalne jest stosowanie pojęcia VaR w ujęciu względnym. Będzie ona kwotą ...”. Skoro względne ujęcie to nie jest to kwota.
- Autor podał, że zakres międzykwantylowy jest łatwiejszy w interpretacji niż odchylenie standardowe (s.85). Nie uważam, żeby odchylenie standardowe było trudne do zinterpretowania.

Dyskusja nad wartością dochodową objęła również identyfikację czynników ryzyka, w odniesieniu do których Habilitant wskazał typowy i zwiększony poziom uszczegółowienia modelu finansowego. Podał, że wielkości finansowe ujmowane w sprawozdaniu finansowym stanowią typowy poziom uszczegółowienia, natomiast pomiar ryzyka niezbędny do ustalenia wartości dochodowej skorygowanej o ryzyko w ujęciu stochastycznym powinien odbywać się na podstawie modelu o zwiększonym poziomie uszczegółowienia. Oznacza to uwzględnienie

wielkości finansowych i pozafinansowych, które kształtują elementy ujmowane w sprawozdaniu finansowym.

Ostatnią kwestią poruszoną w rozdziale drugim była premia za ryzyko. Autor odniósł się w szczególności do podstawowego modelu wykorzystywanego w wycenie tj. modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM). Moim zdaniem zabrakło szerszej dyskusji poświęconej innym modelom wykorzystywanym do szacowania wymaganej stopy zwrotu. Rozważania Autora w zakresie premii za ryzyko kończy stwierdzenie, że przyjęcie i uwzględnienie premii za ryzyko w wycenie nie jest tożsame z akceptacją ryzyka działalności gospodarczej w pogłębiony sposób, tj. oznaczający możliwość wystąpienia nieskończenie wielu scenariuszy. Podsumowując, uważam, że cele wskazane w tym rozdziale (podporządkowane tezie 2) zostały w większości zrealizowane, choć w niektórych kwestiach zabrakło mi szerszej argumentacji.

**Rozdział trzeci** „*Ustalanie wartości dochodowej przedsiębiorstwa skorygowanej o ryzyko w ujęciu stochastycznym*” poświęcony jest wykorzystaniu symulacji Monte Carlo do wyznaczania rozkładu prawdopodobieństwa wartości dochodowej. Symulacje Monte Carlo w dziedzinie finansów zaczęły być stosowane w latach 60-tych ubiegłego stulecia i są obecnie często stosowaną metodą generowania dowolnej liczby ciągów obserwacji zachowujących określone założenia, takie jak: losowość, typ rozkładu, parametry rozkładu, korelacje między wygenerowanymi ciągami obserwacji. Habilitant wskazał, że symulacje Monte Carlo stanowią zaawansowaną analizę scenariuszy i umożliwiają uwzględnienie jak największej ich liczby. Jednak według mnie w niewielkim zakresie odniósł się do ograniczeń występujących w praktyce. W tabeli 3 (s. 113) trudno doszukać się metod pomiaru ryzyka umożliwiających pozyskanie rozkładu wartości dochodowej, na co wskazuje tytuł tabeli.

Ważnym elementem jest część rozdziału poświęcona wykorzystaniu arkusza kalkulacyjnego do konstruowania modeli finansowych stosowanych przez przedsiębiorstwa. Autor wskazał jego funkcje jako podstawowego środowiska informatycznego oraz możliwości rozszerzenia prowadzonych analiz poprzez programowanie obiektowe i wykorzystanie specjalistycznych dodatków. Zaletą przyjętego rozwiązania jest powszechna dostępność narzędzia i raczej nieskomplikowany sposób użycia. Ważnym elementem jest usystematyzowanie ogólnych założeń dla czynników ryzyka koniecznych do przeprowadzenia symulacji.

Rozważania prowadzone w tym rozdziale kończy dyskusja nad potencjałem informacyjnym wartości dochodowej przedsiębiorstwa skorygowanej o ryzyko w ujęciu stochastycznym. Habilitant wskazał, że „wartość dochodową skorygowaną o ryzyko w ujęciu stochastycznym można rozpatrywać w kategorii prawdopodobieństwa osiągnięcia istotnej wartości granicznej,

oczekiwań i zmienności oraz zagrożenia”. W moim przekonaniu zbrakło szerszego opisanie powyższych aspektów w kontekście ich potencjału informacyjnego. Autor odniósł się również do graficznej prezentacji rozkładów wartości dochodowej z wykorzystaniem częstości bezwzględnej, względnej oraz funkcji dystrybuanty i gęstości. Szkoda, że nie dokonał porównania powyższych sposobów prezentacji (graficznego czy też tabelarycznego). W obecnej postaci trudno jednoznacznie odnieść się do potencjału informacyjnego wartości dochodowej przedstawionej z wykorzystaniem wyżej wymienionych form prezentacji rozkładu. Poniżej podaję szczegółowe uwagi w odniesieniu do treści przedstawionych w rozdziale trzecim:

- Na rysunku 26 (s. 124) Autor przedstawił rozkład empiryczny kursu walutowego, nie podał jednak dla jakiej jest waluty (można się jedynie domyślać, że chodzi o kurs EUR/PLN) oraz nie wskazał przedziału czasowego.
- Nie wiem jaki był zamysł Autora przy tworzeniu rysunku 40 (s. 138), bowiem wszystkie przedstawione wykresy są jednakowe a różny jest tylko opis pod nimi.
- Na rysunku 41 (s. 139) pojawiły się błędne zapisy:  $\alpha < 1-\alpha$ ;  $\alpha > 1-\alpha$ .

Odnosząc się celów 6-8 wyznaczonych do realizacji w tym rozdziale uważam, że cel 6 został zrealizowany, natomiast cele 7 i 8 zostały zrealizowane częściowo. W przeprowadzonej dyskusji zabrakło mi czytelnego zastawienia i podsumowania, które pozwoliłoby na jednoznaczną ocenę realizacji tych celów. Pomimo częściowej realizacji dwóch celów, uważam, że przeprowadzona przez Habilitanta dyskusja pozwala na uznanie, że przyjęta trzecia teza pomocnicza jest słuszna.

**Rozdział czwarty** „*Aplikacja wartości dochodowej skorygowanej o ryzyko w ujęciu stochastycznym w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstwa*” stanowi hipotetyczne studium przypadku. Habilitant opracował model finansowy dla teoretycznego przedsiębiorstwa notowanego na rynku kapitałowym, które narażone jest na kilka rodzajów ryzyka działalności gospodarczej. Autor w zaproponowanym modelu opracował kilka modułów, które dostarczają informacji w procesie ustalania wartości dochodowej skorygowanej o ryzyko w ujęciu stochastycznym. Wśród czynników ryzyka Autor wyróżnił: ceny jednostkowe, kursy walutowe, średniogeometryczne tempo zmian popytu, koszty jednostkowe oraz tempo zwrotu w przypadku kontynuacji przepływów pieniężnych. W powyższych modułach do przedstawienia kontynuacji przepływów pieniężnych wykorzystał zakresy dynamiczne dostępne w Microsoft Excel uwzględniając możliwość kontynuacji według podanego średniogeometrycznego tempa wzrostu, regresji liniowej lub logarytmicznej. Ważnym elementem jest



to, że opracowana koncepcja umożliwia wprowadzanie różnych scenariuszy, co ma szczególne znaczenie przy dokonywaniu symulacji Monte Carlo. Przyjmując różne scenariusze dla czynników ryzyka czynników ryzyka Habilitant przeprowadził symulacje wartości dochodowej brutto, netto oraz wartości wewnętrznej akcji skorygowanej o ryzyko w szerszym i węższym ujęciu stochastycznym. Należy podkreślić, co zresztą Autor sam podaje, że wyniki symulacji dochodowej przedsiębiorstwa są ściśle powiązane z przyjmowanymi założeniami i implementowanym modelem finansowym. Stąd jednym z kluczowych elementów jest prawidłowe określenie założeń i modelu finansowego. Rozwiązanie zaproponowane przez Habilitanta, w którym etapami (przy wykorzystaniu różnych modułów) wprowadzane są informacje umożliwia kontrolę i ocenę czynników ryzyka, które następnie niosą informację niezbędną dla wyceny dochodowej. Ważnym elementem przedstawionego modelu finansowego jest możliwość graficznej prezentacji wyników. Chciałabym jednak podkreślić, że symulacje Habilitant dokonał dla teoretycznego przedsiębiorstwa. Szkoda, że nie sprawdził możliwości implementacji zaproponowanej koncepcji dla rzeczywiście funkcjonującego na rynku przedsiębiorstwa (czy to notowanego, czy nienotowanego na rynku kapitałowym). Można by wówczas ocenić jej możliwość zastosowania w praktyce. Reasumując, uważam, że przeprowadzone w rozdziale czwartym postępowanie badawcze daje podstawy do stwierdzenia, że cel dziewiąty został zrealizowany.

Odnosząc się całościowo do przedstawionej monografii za najważniejsze osiągnięcia uważam:

- Przedstawienie klasyfikacji ryzyka działalności gospodarczej przedsiębiorstwa z uwzględnieniem ryzyka działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej.
- Propozycja wartości dochodowej przedsiębiorstwa skorygowanej o ryzyko w szerszym i węższym ujęciu stochastycznym wraz z miarami umożliwiającymi ocenę potencjału dochodowego majątku przedsiębiorstwa, ocenę wypłacalności przedsiębiorstwa oraz ocenę przewartościowania i niedowartościowania przedsiębiorstwa notowanego i nienotowanego na rynku kapitałowym.
- Przedstawienie i opracowanie w arkuszu kalkulacyjnym procedury umożliwiającej wyznaczanie wartości dochodowej przedsiębiorstwa skorygowanej o ryzyko w ujęciu stochastycznym, która objęła również graficzną prezentację otrzymanych wyników (wraz ze wskazaniem wszystkich niezbędnych procedur służących otrzymaniu końcowego rezultatu).

Konkludując, uważam, że cel główny podany we wstępie, którym było „wskazanie, zdefiniowanie i usystematyzowanie kategorii wartości dochodowej przedsiębiorstwa skorygowanej o ryzyko działalności gospodarczej w ujęciu stochastycznym jako wiarygodnego kryterium decyzyjnego współczesnego przedsiębiorstwa zorientowanego na kreację wartości w zmiennym otoczeniu” został osiągnięty. Wobec powyższego, pomimo, że część celów pomocniczych według mnie nie została w pełni zrealizowana, zważywszy wszystkie za i przeciw **moja ogólna ocena monografii jest pozytywna i uznaję, że stanowi ona podstawę do ubiegania się o stopień doktora habilitowanego.**

#### **INFORMACJA NA TEMAT AKTYWNOŚCI NAUKOWEJ REALIZOWANEJ W WIĘCEJ NIŻ JEDNEJ UCZELNI, INSTYTUCJI NAUKOWEJ, W SZCZEGÓLNOŚCI ZAGRANICZNEJ**

W Autoreferacie przedstawiającym opis kariery zawodowej oraz istotnej aktywności zawodowej Habilitant wskazał trzy obszary prowadzonej aktywności naukowej:

1. Badania nad zastosowaniem symulacji Monte Carlo do wsparcia procesów decyzyjnych przedsiębiorstw niefinansowych (11 opublikowanych prac).
2. Badania dotyczące prognozowanie ryzyka rynkowego przedsiębiorstw niefinansowych z wykorzystaniem symulacji Monte Carlo (3 opublikowane prace).
3. Badania dotyczące efektywności instytucji zbiorowego inwestowania (15 opublikowanych prac).

W ramach pozostałych obszarów badawczych obejmujących m.in. finansowanie przedsiębiorstw, opodatkowanie przedsiębiorstw czy systemy emerytalne opublikowanych zostało 12 prac. Większość prac w ramach wyróżnionych obszarów badawczych miała charakter empiryczno-poznawczy.

Habilitant wskazał, że najczęstszą formą rozpowszechniania wyników badań była ich prezentacja na konferencjach naukowych (zarówno krajowych, jak i zagranicznych), stażu zagranicznym oraz warsztatach zagranicznych. W ramach aktywności naukowej na więcej niż jednej uczelni dr Jan Kaczmarszyk odbył dwutygodniowy staż międzynarodowy z zakresu finansów korporacyjnych, modelowania finansowego oraz analizy ryzyka na Grodzieńskim Uniwersytecie Państwowym im. Janki Kupały na Wydziale Ekonomii i Zarządzania. W trakcie stażu zadanie Habilitanta koncentrowały się na:

- badaniu czynników determinujących specyfikę krajową i sektorową oraz ich wpływu na planowanie finansowe i modelowanie finansowe,

- rozwoju kompetencji i umiejętności w zakresie przetwarzania danych, obliczeń finansowych, planowania i modelowania finansowego,
- badaniu zagadnień problematycznych leżących u podstaw projektowania, budowy i wykorzystania modeli finansowych o różnych orientacjach docelowych i stopniach szczegółowości.

Efektom odbytego stażu było opracowanie artykułu pt. *„Fitting theoretical probability distributions to synthetic financial figures reported by non-financial enterprises”*. Tematyka realizowana w ramach stażu była również przedmiotem dyskusji na seminarium naukowym z cyklu Modern Corporate Finance współorganizowanym z prof. dr. Wojciechem Stillerm z Hochschule für Wirtschaft und Recht z Berlina.

**Działaność Habilitanta w zakresie aktywności naukowej realizowanej w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej, w szczególności zagranicznej oceniam umiarkowanie pozytywnie.**

#### **POZOSTAŁE INFORMACJE DOTYCZĄCE AKTYWNOŚCI NAUKOWO-BADAWCZEJ**

W trakcie prowadzonej aktywności naukowej dr Jan Kaczmarzyk był wykonawcą w następujących grantach:

- grant Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego (nr projektu NN113 297338, okres realizacji 2009-2012); wykonawca w zakresie „Efektywność i ryzyko działalności lokacyjnej”;
- grant Narodowego Centrum Kultury w ramach programu „Obserwatorium kultury 2011”; wykonawca w zakresie „Normatywny model finansowy opłacalności produkcji filmowej jako przedsięwzięcia inwestycyjnego finansowanego w części ze środków publicznych przekazywanych przez MKiDN” oraz „Normatywny model sprawozdawczości, umożliwiający kontrolę opłacalności produkcji filmowych, finansowanych w części ze środków publicznych przekazywanych przez MKDiN”;
- grant rektorski (okres realizacji 2008-2009); wykonawca w zakresie „Dostępne rozwiązania w zakresie inżynierii finansowania projektów inwestycyjnych”

Poza aktywnym uczestnictwem w wyżej wymienionych grantach Habilitant w ramach badań statutowych Katedry Finansów Publicznych prowadzi działalność naukową w obszarze ryzyka działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, zastosowania metod ilościowych do analizy

zjawisk zachodzących w finansach publicznych oraz ryzyka instytucji zbiorowego inwestowania.

### **INFORMACJE DOTYCZĄCE OSIĄGNIĘĆ DYDAKTYCZNYCH, ORGANIZACYJNYCH ORAZ POPULARYZUJĄCYCH NAUKĘ**

W ramach działalności dydaktycznej dr Jan Kaczmarzyk prowadzi zajęcia na Uniwersytecie Ekonomicznym w Katowicach na następujących kierunkach: Finanse i Rachunkowość, Finance & Accounting for Business, ARIMA, MS Excel i VBA w biznesie - poziom zaawansowany, Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. W ramach Szkoły Doktorskiej prowadził tutoring metodyczny. Był promotorem 47 prac licencjackich oraz 55 prac magisterskich. Jest promotorem pomocniczym w dwóch pracach doktorskich z obszaru finansów publicznych, sprawując tam nadzór merytoryczny w zakresie wykorzystania metod ilościowych w badaniach prowadzonych przez doktorantów.

Habilitant aktywnie uczestniczył w pracach związanych z utworzeniem specjalności Analityk finansowy na studiach pierwszego i drugiego stopnia na kierunku Finanse i Rachunkowość. Od 2012 roku opiekuje się powstałym z inicjatywy studentów specjalności Analityk finansowy Kołem Naukowym Modelowania Finansowego QUANTUM. Aktualnie pełnił funkcję menedżera nowo powstałego kierunku Analityk finansowy 2.0.

Jest współautorem podręcznika akademickiego z zakresu modelowania finansowego z wykorzystaniem arkusza kalkulacyjnego. W 2010 roku jako Visting Professor uczestniczył w 7-dniowym wydarzeniu International Visegrad Summer School.

W ramach pracy organizacyjnej Habilitant wykonywał na Uniwersytecie Ekonomicznym w Katowicach zadania wynikające z bycia członkiem: Wydziałowej Komisji Rekrutacyjnej, Wydziałowej Komisji Jakości, zespołu ds. akredytacji. Od 2014 roku dr Jan Kaczmarzyk jest członkiem Komitetu Organizacyjnego/Jury Konkursu na najlepszą pracę licencjacką oraz magisterską z zakresu podatków, której organizatorem jest Katedra Finansów Publicznych Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach oraz Śląski Oddział Krajowej Izby Doradców Podatkowych. Od 2021 roku jest członkiem Komisji Stałej Rady Wydziału Finansów ds. Rozwoju Wydziału. Dr Jan Kaczmarzyk angażował się również w organizację różnych konferencji. Jego działalność organizacyjna związana jest także z uczestnictwem od 2021 roku w Śląskim Festiwalu Nauki promującym modelowanie finansowe i analizę ryzyka. Niewątpliwie powyższe działania służą popularyzacji nauki i wzmacniają relację Uczelni z otoczeniem.

W latach 2005-2013 Habilitant sporządził 10 ekspertyz na rzecz przedsiębiorstw i instytucji publicznych. Aktywność ekspercka koncentrowała się na sporządzaniu ocen opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych podejmowanych przez przedsiębiorstwa, wycen utraconych korzyści oraz wykonaniu uniwersalnych modeli finansowych stanowiących narzędzia informatyczne umożliwiające ocenę opłacalności i ryzyka przedsięwzięć inwestycyjnych. W ramach działalności eksperckiej dr Jan Kaczmarzyk prowadził również szkolenia dla pracowników banków spółdzielczych z zakresu budowy aplikacji informatycznych przy analizie finansowej kredytobiorców i badaniu zagrożenia upadłością oraz szkolenia dla kandydatów na dyplomowanego księgowego z zakresu oceny opłacalności inwestycji rzeczowych.

**Podsumowując, pozytywnie oceniam działalność dydaktyczną, organizacyjną oraz popularyzującą naukę.** Powyższa ocena stanowi uzupełnienie dla zgłoszonego do oceny dzieła głównego.

## **KONKLUZJA**

Końcowa ocena jest podsumowaniem dorobku naukowego Habilitanta oraz aktywności naukowej realizowanej w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej, w szczególności zagranicznej. Pozostałe powyżej wymienione przeze mnie elementy stanowią tylko uzupełnienie.

Odnosząc się do głównego osiągnięcia naukowego tj. monografii pt. „Wartość dochodowa przedsiębiorstwa w ekspozycji na ryzyko działalności gospodarczej” wydanej przez Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach w 2023 roku **stwierdzam, że osiągnięcia Habilitanta odpowiadają wymaganiom określonym w art. 219 ust.1 pkt 2 Ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2018 r. poz. 1668 ze zm.).** W związku z tym wnioskuję do Komitetu Naukowej Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach o dopuszczenie dra Jana Kaczmarzyka do dalszego procedowania.

Szczecin, 23/01/2024

*A. Majanek*  
*A. Majanek*