

OCENA ROZPRAWY DOKTORSKIEJ MGR ANNY JAŃSKIEJ

pt. „Metody wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych”

przygotowanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Teresy H. Bednarczyk, prof. UMCS
(promotor pomocniczy dr Mariusz Kicia)

1. Podstawa opracowania recenzji

Formalną podstawą przygotowania recenzji jest pismo Pani dr hab. Elżbiety Bukalskiej, prof. UMCS - Dyrektora Instytutu Ekonomii i Finansów Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie z dnia 13.07.2020 r. w sprawie dokonania oceny rozprawy doktorskiej mgr Anny Jańskiej pt. „Metody wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych”, której promotorem jest dr hab. Teresa H. Bednarczyk, prof. UMCS, a promotorem pomocniczym dr Mariusz Kicia z UMCS w Lublinie.

Przedmiotem recenzji jest szczegółowa ocena, czy rozprawa spełnia warunki określone w art. 13.1. ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. z 2003 r. Nr 65, poz. 595; z późn. zm.). Zgodnie z art. 13.1. Ustawy rozprawa doktorska powinna stanowić oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, wykazywać ogólną wiedzę teoretyczną kandydata w danej dyscyplinie naukowej oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

2. Problematyka badawcza i temat rozprawy doktorskiej

Recenzowana rozprawa stanowi wartościowe studium podejmujące istotny i ważny problem metod wyceny szczególnych rodzajów przedsiębiorstw, jakimi są niewątpliwie przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe. Problematyka badawcza podjęta przez Autorkę jest bardzo interesująca i ważna zarówno z naukowego, jak i praktycznego punktu widzenia. Wybór tematu pracy należy ocenić jako trafny. Tytuł rozprawy jest jasno sformułowany i dobrze oddaje jej treść.

3. Cel pracy i hipotezy badawcze

W sposób typowy dla prac naukowych, Doktorantka na początku uzasadniła podjęcie opisywanej tematyki, sformułowała cele rozprawy, pytania badawcze oraz hipotezę główną wraz z hipotezami szczegółowymi.

Jako cel główny pracy o charakterze teoriopoznawczym Autorka uznała „...zbadanie adekwatności metod wyceny wartości przedsiębiorstw niefinansowych pod kątem możliwości ich zastosowania do wyceny ubezpieczycieli majątkowych.”, natomiast celem praktycznym (aplikacyjnym) pracy było „...zaprojektowanie uniwersalnego rozwiązania modelowego, objaśniającego proces tej wyceny, uwzględniającego parametry charakterystyczne tylko dla branży ubezpieczeniowej działu II.”

Zrealizowanie celu głównego wymagało udzielenia przez Autorkę odpowiedzi na następujące, trzy pytania badawcze:

„1. Jakie są kluczowe czynniki generujące wartość ubezpieczycieli majątkowych (value drivers) i czym różnią się one od generatorów wartości w przedsiębiorstwach niefinansowych?

2. Które metody wyceny przedsiębiorstw niefinansowych są odpowiednie do wyceny wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego działu II?

3. Jakich modyfikacji wymagają metody wyceny przedsiębiorstw niefinansowych, aby można je było skutecznie zastosować przy wycenie wartości przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego działu II?”

Postawione cele i pytania badawcze zostały sformułowane w sposób poprawny i nie budzący zastrzeżeń. Cele pracy uważam za ambitne i przydatne zarówno dla rozwoju nauki, jak i sformułowania wskazówek dla praktyki, a ich realizacja wymagała od Autorki dysponowania głęboką wiedzą oraz dużymi umiejętnościami analitycznymi, czemu Autorka sprostała. Cele pracy były inspiracją do sformułowania przez Autorkę głównej hipotezy badawczej i trzech pomocniczych hipotez badawczych.

Główna hipoteza badawcza pracy zakłada, że „Specyfika przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego i prowadzonej przez niego działalności wymaga dostosowywania do niej procesu i metod wyceny.”

W celu weryfikacji hipotezy głównej, postawione zostały następujące szczegółowe hipotezy badawcze:

„(H1) Metody wyceny przedsiębiorstw niefinansowych nie są w pełni adekwatne w wycenie przedsiębiorstw ubezpieczeniowych z powodu specyfiki prowadzonej przez nich działalności i sprawozdawczości.

(H2) Metody wyceny przedsiębiorstw niefinansowych wymagają modyfikacji i wprowadzenia nowych wskaźników odzwierciedlających specyfikę przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego.

(H3) Do wyceny wartości przedsiębiorstw ubezpieczeniowych działu II najbardziej odpowiedni jest model zintegrowany, uwzględniający zarówno istniejący dorobek teoretyczny jak i specyfikę gospodarki finansowej i sprawozdawczości tych przedsiębiorstw.”

Cele pracy, pytania badawcze oraz hipotezy uznaję za ważne z naukowego punktu widzenia i oceniam pozytywnie.

4. Metody, techniki i narzędzia badawcze

Wyznaczenie ww. wiązki celów i hipotez w rozprawie skutkowało użyciem przez Autorkę wielu metod i narzędzi badawczych, w tym:

- krytycznej analizy literatury przedmiotu w oparciu o studia polskiego i zagranicznego piśmiennictwa,
- analizy obowiązujących regulacji prawnych,
- analizy danych wtórnych: treści rekomendacji analityków biur maklerskich pod kątem stosowanych metod wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych,
- analizy porównawczej metod wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych rozwijanych w teorii i stosowanych w praktyce,
- badania empirycznego w zakresie aplikacji zaproponowanego modelu teoretycznego, w którym zastosowano metodę scenariuszową oraz wybrane proste metody statystyczne (w zakresie wyznaczania miar zmienności),
- metody graficznej prezentacji danych w formie tabel i rysunków.

Dla potrzeb rozprawy wykorzystano różnorodne źródła zapisane elektronicznie oraz tradycyjne. W zakresie studiów literaturowych Autorka wykorzystwała bogatą literaturę przedmiotu, zawierającą według spisu literatury 152 pozycje (w tym 24 anglojęzyczne), 19 źródeł prawnych oraz 21 źródeł internetowych. Autorka wykazała się odpowiednią umiejętnością odnośnie doboru i wykorzystania literatury przedmiotu. Według mojej wiedzy Autorka wykorzystwała najważniejsze pozycje literaturowe z rozpatrywanej dyscypliny.

5. Ocena struktury pracy

Recenzowane opracowanie liczy 244 stron tekstu wraz z bibliografią, spisem rysunków, spisem tabel i załącznikiem. Na zasadniczą część pracy składają się: wstęp (9 stron), cztery rozdziały zawarte na 167 stronach oraz zakończenie (9 stron).

Pierwsze trzy rozdziały rozprawy mają charakter teoretyczny i traktować je można jako studium przedmiotu oparte na źródłach literaturowych. Ostatni czwarty rozdział ma charakter empiryczny i należy go uznać za najbardziej wartościową i najbardziej oryginalną część rozprawy. Kolejność rozdziałów oraz podział treści pomiędzy nimi nie budzą zastrzeżeń. Układ pracy jest przejrzysty cechuje się logicznym przejściem od zagadnień teoretycznych do praktycznych, kolejne rozdziały stanowią logiczną całość. Dla większej przejrzystości pracy Autorka mogłaby rozważyć zawarcie po każdym z rozdziałów (poza czwartym, który zawiera wnioski i rekomendacje) podsumowania. Strukturę pracy oceniam pozytywnie.

6. Szczegółowa ocena pracy

We **Wstępie** Autorka uzasadnia podjęty problem badawczy stwierdzając, iż *„Przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe są osobliwym obiektem wyceny, również z powodu szczególnego charakteru oferowanych produktów. [...] Rynek od lat poszukuje odpowiedniego sposobu wyceny wartości przedsiębiorstwa prowadzącego działalność ubezpieczeniową. Wypracowano wprawdzie wiele metod wyceny, ale głównie na potrzeby sprawozdawczości, potrzeb nadzorczych czy potrzeb zarządczych. W krajowej literaturze przedmiotu problematyka wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych dla potrzeb transakcyjnych jest dość wycinkowa. Dostrzec można swoiste braki w zakresie teorii wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych oraz rozwiązań modelowych. [...] Z drugiej jednak strony należy zauważyć, że w praktyce rynkowej wyceny przedsiębiorstw ubezpieczeniowych są przeprowadzane. Świadczy to o tym, że praktyka wyprzedza niejako teorię w opisywanym obszarze. A zatem potrzeby teorii jak i praktyki w kwestii modelowych metod wyceny ubezpieczycieli są oczywiste. Niniejsza rozprawa stanowi częściowe wypełnienie tej luki.”*

Przyjęta struktura pracy jest klasyczna. „Wstęp” zawiera niezbędne elementy, tj.: uzasadnienie podjęcia tematu, cele pracy, pytania badawcze, hipotezy oraz metody i narzędzia badawcze.

W **pierwszym rozdziale pracy** Autorka przedstawiła pojęcie wartości przedsiębiorstwa, opisała proces prawidłowej wyceny przedsiębiorstwa oraz różnorodność stosowanych metod wyceny, przeanalizowała przesłanki i funkcje wyceny przedsiębiorstwa, przedstawiła kryteria

doboru metody wyceny, z uwzględnieniem walorów i mankamentów różnorodnych metod oraz ewolucji znaczenia wartości materialnych i niematerialnych w przedsiębiorstwach na przestrzeni ostatnich dziesięcioleci oraz scharakteryzowała różnice w postrzeganiu wartości przedsiębiorstwa przez wybrane grupy interesariuszy, ze szczególnym uwzględnieniem czynników determinujących wybór przez nich metody wyceny. Rozdział ten ma charakter wprowadzający do rozważań głównych. Za szczególnie ciekawe należy uznać rozważania na temat pojęcia wartości w ujęciu psychologicznym, socjologicznym, kulturowym i ekonomicznym, czy procedury doboru metody wyceny przedsiębiorstwa (s. 30-33), a także dyskusję na temat wpływu na wycenę „...zmiany struktury zasobów współczesnych przedsiębiorstw, która ewoluje w kierunku wartości niematerialnych kosztem zasobów materialnych”. Ponadto bardzo ciekawe jest autorskie przedstawienie czynników determinujących wybór metody wyceny z perspektywy wybranych sześciu grup interesariuszy (tabela 6 na s. 51). Rozdział ten nie budzi poważniejszych zastrzeżeń. Pewne uwagi mogą budzić tylko następujące kwestie:

- na str. 35 – Autorka stwierdza „[...] *Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstw zajmują pierwszą pozycję wszystkich znanych układów klasyfikacyjnych i zostały scharakteryzowane w licznych publikacjach naukowych, m.in. Cornell’a, Borowieckiego, Kufla, Helblinga, Zarzeckiego i in.[...]*” – brakuje odniesienia do konkretnych pozycji literaturowych w przypisie;
- przedstawiając na s. 36 *Rysunek nr 4 Znaczenie wartości materialnych i niematerialnych w przedsiębiorstwach na przestrzeni lat* Autorka nie podała jakiego regionu/kraju dotyczą podane informacje;
- opisując w punkcie „1.3.2.” metody wyceny przedsiębiorstw z punktu widzenia rynku kapitałowego, wyodrębniając odmienne perspektywy: analityków, inwestorów, regulatorów Autorka przedstawiła tylko perspektywę analityków giełdowych, o inwestorach i regulatorach zapominając.

Rozdział ten potwierdza teoretyczną wiedzę Autorki w obszarze ekonomii i finansów oraz potwierdza umiejętność prowadzenia przez nią badań literaturowych w obszarze interdyscyplinarnym.

W **drugim rozdziale pracy** Autorka scharakteryzowała przedsiębiorstwo ubezpieczeniowe jako przedmiot wyceny. W powyższym rozdziale Autorka skupiła się na opisanu specyfiki przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego, podjęła problematykę regulacji i nadzoru w sektorze ubezpieczeniowym, przedstawiła podstawowe różnice w sprawozdaniu finansowym za-

kładu ubezpieczeń majątkowych i przedsiębiorstwa niefinansowego. Rozdział kończy się dokonaniem identyfikacji czynników wpływających na wartość przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, wyodrębnieniem przesłanek modyfikacji metod wyceny tych przedsiębiorstw oraz wskazaniem problemów w wykorzystaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych w procesie wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego. Za szczególnie ciekawy należy uznać zaproponowany przez Autorkę podział czynności ubezpieczeniowych według kryterium chronologicznego (s. 54), analizę literatury krajowej i zagranicznej w zakresie specyfiki przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego (s.59-60), analizę relacji pomiędzy ryzykiem w działalności ubezpieczeniowej według Solvency II, a wartością zakładu ubezpieczeń majątkowych przeprowadzoną w Tabeli 7 (s.68), a także rozważania na temat wpływu regulacji ubezpieczeniowych na wartość przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego (s. 74-79). Za interesujące należy uznać stwierdzenie Autorki że „*Z perspektywy wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego, ryzyko wartości niematerialnych i prawnych może mieć jednak nieco większe znaczenie. Zasoby przedsiębiorstwa takie jak: pozycja na rynku, marka, renoma, długoletnia tradycja, nowoczesna technologia czy wykształcenie i doświadczenie pracowników są istotne z perspektywy inwestora, przyczyniają się bowiem do wyższej rentowności wycenianego przedsiębiorstwa.*”

Pewne uwagi mogą budzić m.in. następujące kwestie:

- na str. 54 – Autorka stwierdza „*Definicja literaturowa [działalności ubezpieczeniowej – przyp. Recenzenta] informuje o wypłacie świadczenia w razie zaistnienia szeroko rozumianych wypadków ubezpieczeniowych, natomiast w ujęciu ustawowym, działalność ubezpieczeniowa określana jest w sposób węższy: ochrona ubezpieczeniowa dotyczy jedynie skutków zdarzeń losowych.*” – wydaje mi się, że to jest tożsame; czy skutki zdarzeń losowych objęte ochroną ubezpieczeniową to nie są właśnie wypadki ubezpieczeniowe?;
- w analizie ubezpieczeń jako usługi przeprowadzonej przez Autorkę na stronach 54- 58 rozprawy zabrakło mi odwołania do literatury przedmiotu (np. H. Mruk, J. Garczarczyk, A. Kufel-Siemńska) – przywołanie trzech źródeł (B. Hadyniaka, Gazety Ubezpieczeniowej i Encyklopedii Zarządzania) wydaje się zbyt skromne;
- w punkcie 2.1.3 (s. 60-61) w początkowej części dotyczącej podstawowego terminu „ryzyko” i jego klasyfikacji – oparcie analizy na trzech źródłach wydaje się zbyt pobieżne;
- na stronie 67 Autorka używa terminu „bankructwo” – to żargon należałoby użyć terminu „upadłość”;
- na stronie 69 brakuje przypisu do bardzo ciekawego wyroku TK (K23/99);

- w Tabeli 8 (s. 73) – należałoby zastanowić się czy nie poszerzyć obszaru regulacji pt. pośrednictwo ubezpieczeniowe do dystrybucji ubezpieczeń i dodać także działalności innych dystrybutorów oprócz agentów i brokerów;
- na stronach 77-78 w wykazie najważniejszych aktów prawnych regulujących wymogi dot. działalności funkcjonujących w Polsce zakładów ubezpieczeń i reasekuracji oraz ich gospodarki finansowej (s. 82) zabrakło kilku kluczowych aktów prawnych, jak np. Ustawa z dnia 21 lipca 2006r. o nadzorze finansowym, Ustawa z dnia 22 maja 2003r. o nadzorze ubezpieczeniowym i emerytalnym, Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym, Ustawa z dnia 11 maja 2017r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym, Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych, Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 22 lutego 2016 r. w sprawie formy oraz sposobu sporządzenia przez zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji danych i informacji do celów nadzoru;
- na str. 79 – Autorka stwierdza *„Regulacje w obszarze finansów ubezpieczycieli wpływają na ich bieżącą politykę inwestycyjną, poprzez określenie instrumentów, w jakie zakład ubezpieczeń może lokować środki, a także strukturę portfela inwestycyjnego danego zakładu ubezpieczeń (poprzez określenie limitów procentowych).[...]*” – brakuje mi odniesienia do obecnie obowiązującej w systemie Solvency II „zasady ostrożnego inwestora”;
- na str. 83-84 – Autorka stwierdza *„Również z perspektywy naukowej, istota Solvency II, zakres regulacji, problematyka ich oddziaływania na bieżącą działalność ubezpieczycieli oraz formułowanie długoterminowych strategii funkcjonowania przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, stanowią niezwykle obszerny, odrębny obszar badawczy. Stąd powstają na ten temat liczne krajowe i zagraniczne opracowania naukowe, zarówno w obszarze ekonomii i finansów, jak i nauk o zarządzaniu.”* – brakuje mi aktualnych opracowań (np. Karel van Hulle, Solvency II is Good for You, 2019);
- na str. 91 – Autorka stwierdza *„Uwzględniona jest także problematyka związana z zawiązywaniem i rozwiązywaniem rezerw techniczno-ubezpieczeniowych czy na wyrównanie szkodowości.”* – rezerwa na wyrównanie szkodowości jest jedną z rezerw techniczno-ubezpieczeniowych (zob. art. 31 Rozporządzenia MF w sprawie szczególnych zasad rachunkowości zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji z 2016);

- dla logiki wyводу wyjaśnienie ze strony 95 „Zgodnie z obowiązującą dyrektywą Solvency II, zakłady ubezpieczeń i reasekuracji prowadzący działalność w krajach Unii Europejskiej są zobowiązani stosować dwa odrębne systemy sprawozdawczości.[...]” powinno znaleźć się na początku podpunktu 2.3. (s. 84);
 - na str. 96 – Autorka stwierdza „Sprawozdanie finansowe ubezpieczycieli odzwierciedla ponadto procesy biznesowe niewystępujące w typowych przedsiębiorstwach: korzystanie z reasekuracji, procesy dotyczące rezerw techniczno-ubezpieczeniowych oraz możliwości odzysków z tytułu regresu ubezpieczeniowego.” – czy Autorka widzi różnicę w pojęciu odzysku i regresu ubezpieczeniowego,
 - na str. 105 – Autorka stwierdza „Kolejny czynnik - ryzyko inwestycyjne związane z działalnością lokacyjną i polityką inwestycyjną zakładu ubezpieczeń. A. Jędrzychowska zwraca uwagę na szereg rodzajów ryzyka. Ma na myśli ryzyko taryfikacji [...]” – pierwsze zdanie dotyczące ryzyka inwestycyjnego jest wyrwane z kontekstu i nie pasuje do prowadzonych rozważań na temat ryzyka ubezpieczeniowego;
 - dziwić może fakt braku uwzględnienia przez Autorkę przy opisie wpływu regulacji i nadzoru w sektorze ubezpieczeniowym na wartość przedsiębiorstw ubezpieczeniowych tak istotnych kwestii jak tzw. „soft law” w postaci wytycznych, rekomendacji, stanowisk KNF, EIOPA, chociażby ostatnio wydanego Stanowiska KNF w sprawie polityki dywidendowej.
- Rozdział ten potwierdza teoretyczną wiedzę Autorki w obszarze finansów i ubezpieczeń oraz potwierdza umiejętność prowadzenia przez nią badań literaturowych w obszarze interdyscyplinarnym.

Trzeci rozdział pracy Doktorantka poświęca autorskiej koncepcji zintegrowanego modelu wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego, kolejno przedstawiając komponenty zintegrowanego modelu wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego, metodę zdyskontowanych dywidend dostosowaną do potrzeb jego wyceny oraz modyfikację metody porównawczej. Za ciekawe należy uznać wykorzystanie podejścia scenariuszowego w procesie wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego. Autorka słusznie stwierdza, że „Wycena przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego z wykorzystaniem zmodyfikowanej metody DDM ma również tę zaletę, że przewiduje dodatkowy etap analizy, polegający na weryfikacji, czy po oszacowaniu przedmiotowego poziomu dywidendy został utrzymany minimalny współczynnik kapitałowy. W przeciwnym wypadku konieczne jest ponowne sporządzenie prognozy i szacowanie dywidendy.” Za ciekawe należy uznać rozważania na temat wyceny i analizy metodą porównawczą zakładu ubezpieczeń

PZU S.A. w raportach analitycznych (rekomendacjach) wybranych biur maklerskich (tabela 16, s. 133).

Pewne uwagi mogą budzić m.in. następujące kwestie:

- za dyskusyjne należy uznać stwierdzenie Autorki na str. 127 *„Ponadto, same rezerwy mogą ulegać rozwiązaniu, co nie generuje przychodu podatkowego, a prawo podatkowe co do zasady nie zezwala na zaliczenie do kosztów uzyskania przychodów równowartości utworzonych rezerw.”* – w świetle obowiązujących przepisów Ustawy z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych - art. 12.1 5) dot. przychodów oraz art. 15.1b dot. kosztów uzyskania przychodów w kontekście RTU utworzonych dla celów rachunkowości;
- na stronie 131 w zdaniu *„Spośród 61 ubezpieczycieli krajowych, posiadających zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności ubezpieczeniowej [...]”* jest brak zgodności pomiędzy treścią a przypisem nr 238 w zakresie liczby ubezpieczycieli 61 vs. 51;
- w tytule Rysunku 9. (s. 136) *„Zagregowany przypis brutto Działu II ubezpieczeń w podziale na grupy ubezpieczeń w latach”* Autorka stosuje żargon – powinno być *„Zagregowana składka przypisana brutto”*;
- na Rysunku 10. *Konstruowanie teoretycznych wskaźników branżowych wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego* (s. 141) Autorka wymienia wśród wskaźników sprawności działania wskaźnik *„Rezerwa ubezpieczeń na życie do składki przypisanej na udziale własnym”* mimo, iż praca dotyczy ubezpieczycieli majątkowych (dział II).

Rozdział ten potwierdza teoretyczną wiedzę Autorki w obszarze finansów i ubezpieczeń oraz potwierdza umiejętność prowadzenia przez nią badań literaturowych w obszarze interdyscyplinarnym.

W rozdziale czwartym pracy Autorka zaprezentowała wyniki weryfikacji empirycznej zaproponowanego zintegrowanego modelu wyceny przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego na przykładzie Powszechnego Zakładu Ubezpieczeń S.A. (PZU S.A.). Autorka rozpoczęła od przedstawienia etapów weryfikacji empirycznej, przez charakterystykę wycenianego przedsiębiorstwa, następnie zaprezentowanie wstępnych założeń do wyceny, kończąc na wycenie PZU S.A. z wykorzystaniem metody zdyskontowanych dywidend oraz metody porównawczej. W toku przeprowadzonych badań Autorka stwierdziła, że: *„Przeprowadzona weryfikacja empiryczna zaproponowanego modelu potwierdziła jego walory aplikacyjne. Ostateczny wynik wyceny PZU S.A. okazał się w dużej mierze zbieżny z wyceną rynkową odzwierciedloną przez kurs jego akcji notowanych na GPW w Warszawie w badanym okresie.”* Trzeba przyznać, iż Autorka

potrafi wyciągać prawidłowe wnioski z przeprowadzonych badań opierając je nie tylko na krytycznej analizie literatury przedmiotu, ale i na praktykach rynkowych. Jednocześnie ważne jest, iż Autorka zauważa „[...] pewne trudności i wyzwania, które mogą stać się interesującymi obszarami odrębnych badań naukowych.”, np. brak wyraźnego wyodrębnienia obszaru informacji dotyczących bezpośrednio spółki – matki PZU S.A. i grupy kapitałowej PZU, rozważenie możliwości zastosowania bardziej zaawansowanych metod prognostycznych w zależności od potrzeb interesariuszy oraz celu samej wyceny, rozbudowanie modelu o elementy związane z obrazowaniem jakości portfela ubezpieczeń, problem szacowania współczynnika beta dla przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, czy „w przypadku przedsiębiorstw ubezpieczeniowych o krótszym stażu funkcjonowania, mniej dojrzałym portfelu, warto wzbogacić badanie o ocenę portfela, opartą np. o istniejące kryteria ratingowe czy stress-testy.”

Pewne uwagi mogą budzić m.in. następujące kwestie:

- na s. 155 Autorka powołuje się na Tabelę nr 21, a powinna być Tabela nr 20;
- na str. 163 – Autorka stwierdza „[...]Następnie przyjęto założenie dotyczące stopy wzrostu aktywów: prawidłowo funkcjonująca firma ubezpieczeniowa powinna wzrastać nieco szybciej niż PKB, stąd upraszczające założenie o wzroście o 1 pkt proc wyższym niż PKB.[...]” – prosiłbym o uzasadnienie przyjęcia takiego założenia; czy dla ubezpieczeniowych rynków rozwijających się i rozwiniętych powinny być podobne poziomy wzrostu?;
- na str. 163 – Autorka stwierdza „[...]Do obliczenia kosztu kapitału przyjęto stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,15% [...]” – natomiast w tabeli 24 podaje wartość 3,015%?
- Autorka na s. 9 stwierdza, że „Celem praktycznym (aplikacyjnym) dysertacji jest zaprojektowanie **uniwersalnego** rozwiązania modelowego, objaśniającego proces tej wyceny, uwzględniającego parametry charakterystyczne tylko dla branży ubezpieczeniowej działu II.” – moim zdaniem weryfikacja tego modelu na jednostkowym przykładzie budzi duży niedosyt. Usprawiedliwieniem dla Autorki może być fakt, iż z problemem zbyt małej próby badawczej mamy do czynienia w specjalności ubezpieczeniowej dosyć często, w szczególności w przypadku badania przedsiębiorstw ubezpieczeniowych w ujęciu lokalnym (krajowym). Rozwiązaniem tego problemu mogłoby być skorzystanie np. z metodologii uznanych międzynarodowych, agencji ratingowych, które bardzo często stosują metodę porównawczą przy ratingach ubezpieczycieli oraz poszerzenie badania o podmioty z rynku amerykańskiego czy państw Europy Zachodniej.

W Zakończeniu Autorka ustosunkowała się do założonych celów i postawionych hipotez. W ramach pracy zrealizowała główny cel teoriopoznawczy, którym było zbadanie adekwatności metod wyceny wartości przedsiębiorstw niefinansowych pod kątem możliwości ich zastosowania do wyceny ubezpieczycieli majątkowych, a także cel aplikacyjny, którym było zaprojektowanie uniwersalnego rozwiązania modelowego, objaśniającego proces wyceny ubezpieczycieli uwzględniającego parametry charakterystyczne tylko dla ubezpieczycieli działu II. Autorka zweryfikowała pozytywnie postawione we wstępie hipotezy badawcze.

Praca napisana jest, mimo skomplikowanej i specjalistycznej materii, przystępnym językiem. Przypisy są sporządzone prawidłowo. Strona edytorska rozprawy nie budzi poważniejszych zastrzeżeń. Zanotowano jednak drobne błędy stylistyczne i literowe oraz stosowanie żargonu. Wskazane uwagi i nieliczne zastrzeżenia nie mają jednak wpływu na pozytywną ocenę dysertacji i częściowo mają charakter dyskusyjny. W konkluzji stwierdzam, że oceniając tok postępowania badawczego, stopień realizacji założonych celów i sprawdzenie hipotez badawczych przez Autorkę posiada Ona bardzo dobre umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.


7. Ocena końcowa

- Szczegółowa analiza treści rozprawy doktorskiej mgr Anny Jańskiej pozwala stwierdzić, że:
- temat rozprawy oraz problem badawczy są interesujące i charakteryzują się ciekawymi walorami poznawczymi,
 - rozprawa dotyczy ważnego oraz aktualnego problemu naukowego i praktycznego,
 - struktura pracy i jej układ są kompletne, logiczne oraz zgodne z przyjętą metodyką realizowanych zadań,
 - Autorka wykazała się dobrą znajomością polskojęzycznej i anglojęzycznej literatury przedmiotu,
 - w rozprawie wykorzystano właściwe do rozwiązania postawionego problemu naukowego metody badawcze, a osiągnięte wyniki stanowią autorski, oryginalny wkład Autorki do rozwoju dyscypliny naukowej jaką są ekonomia i finanse,
 - Autorka w odpowiednim stopniu zrealizowała cel rozprawy,
 - Autorka **wykazała się ogólną wiedzą teoretyczną w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse,**
 - Autorka **wykazała się umiejętnością samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.**

Rozprawa ma wiele atutów, w szczególności autorskie, interdyscyplinarne badania, które umożliwiają stwierdzenie, że **stanowi ona oryginalne rozwiązanie problemu naukowego.**

Uwzględniając powyższe uznaję, że ocena ogólna przedmiotowej rozprawy doktorskiej mgr Anny Jańskiej jest pozytywna. Kandydatka spełniła wymagania stawiane tego typu pracom, tj. zgodnie z postanowieniami art. 13.1. ustawy z dnia 14.03.2003 o stopniach naukowych i tytule naukowym (...). W związku z tym wnoszę o dopuszczenie mgr Anny Jańskiej do publicznej obrony.

Jednocześnie biorąc pod uwagę wysoki poziom merytoryczny rozprawy wnoszę o jej wyróżnienie.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'J Lisowski', is centered on the page. The signature is written in a cursive, flowing style.

dr hab. Jacek Lisowski, prof. UEP