

prof. dr hab. Krzysztof Borowski  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie  
Instytut Ryzyka i Rynków Finansowych

Warszawa dnia 09.06.2021

**Recenzja dorobku dr Artura Sajnóga w związku z postępowaniem w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego**

Niniejsza recenzja została sporządzona przy uwzględnieniu zasad zawartych w:

- a) Ustawie z 20 lipca 2018 r. prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. 2018 r. poz. 1668 z późn. zm.), artykuły 219-221.
- b) Postanowieniu Komisji UŁ do spraw stopni naukowych z dnia 17 maja 2021 r. w sprawie powołania komisji habilitacyjnej w postępowaniu dr. Artura Sajnóga

**Informacje ogólne**

Dr Artur Sajnóg ukończył w marcu 2003 r. studia magisterskie na kierunku Finanse i bankowość na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego, zaś w 2010 r. uzyskał stopień doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego (tytuł rozprawy doktorskiej: „Czynniki kształtujące długookresową rentowność kapitału własnego giełdowych spółek akcyjnych”, promotor: prof. dr Jan Duraj, recenzenci: prof. Ryszard Borowiecki oraz prof. Tadeusz Janusz).

Od dnia 01.09.2017 dr Artur Sajnów pracuje jako adiunkt w Katedrze Finansów i Inwestycji Międzynarodowych, na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego.

**Ocena osiągnięcia naukowego: „Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych”,**

Jako osiągnięcie naukowe w swoim dorobku dr Artur Sajnóg przedstawił monografię pt. „Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych”. Monografia wydana została przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, w Łodzi w 2020 r. (457 stron). Recenzentem wydawniczym monografii była prof. Magdalena Jerzemowska z Katedry Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański. Wskazanie tej monografii jako osiągnięcia naukowego jest zgodne z art. 219, ust.1, pkt. 2, lit a) oraz ust. 2

Ustawy z 20 lipca 2018 r. prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. 2018 r. poz. 1668 z późn. zm.).

Głównym celem badawczy monografii jest ocena jakości informacyjnej i użyteczności decyzyjnej kategorii wyniku całkowitego w porównaniu z kategorią wyniku finansowego spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie.

Praca składa się z siedmiu rozdziałów. Habilitant postawił łącznie sześć hipotez badawczych. W pierwszym rozdziale Autor zaprezentował najważniejsze nurty teorii ekonomii i finansów, istotnych dla pojmowania kapitału finansowego oraz zysku. Drugi rozdział zawiera przegląd poglądów na temat wyniku finansowego przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem dwu konkurencyjnych koncepcji – bieżącego zysku operacyjnego (zysk netto) i zysku całkowitego. W tym samym rozdziale zamieszczone zostały wymogi MSSF w zakresie zawartości i struktury sprawozdania z wyniku całkowitego z uwzględnieniem, m.in. stosowanej terminologii czy też ujmowania kosztów. W rozdziale trzecim Habilitant zamieścił rozważania teoretyczne na temat roli i znaczenia informacji, kluczowych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, polityki informacyjnej spółek giełdowych, a w dalszej części tego samego rozdziału wyniki badania empirycznego nt. jakości informacyjnej wyniku całkowitego publikowanego przez analizowane spółki, notowane na GPW w Warszawie. W kolejnym rozdziale Autor dokonuje analizy literatury przedmiotu oraz prezentowanych w niej poglądów, zastanawiając się który z wyników, tj. całkowity czy też netto, ma istotne znaczenie dla odbiorców raportów finansowych. Rozważania z rozdziału czwartego zostały w rozdziale piątym przeniesione na rynek polski. Habilitant zamieszcza wyniki badań ankietowych przeprowadzonych wśród trzech grup respondentów (inwestorów instytucjonalnych, indywidualnych i analityków giełdowych). Autor posługuje się w tym rozdziale częścią wyników analiz uzyskanych w ramach realizowanego w latach 2019-2020 projektu badawczego „Atrybuty i przypadłości kategorii wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych”, finansowanego ze środków NCN (DEC-2018/02/XHS4/02420). Przedostatni rozdział monografii poświęcony został efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw i sposobów jej pomiaru, a także determinantom rentowności przedsiębiorstwa. Najważniejszym fragmentem tego rozdziału są wyniki badań empirycznych zrealizowanych przez Autora nt. wpływu wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto na efektywność ekonomiczną spółek, których akcje notowane są na GPW w Warszawie. Autor posługuje się tutaj następującymi metodami: klasyczne współczynniki rentowności, metoda granicznej analizy danych (DEA), wieloczynnikowa ocena rentowności analizowanych spółek

giełdowych. W ostatnim, siódmym rozdziale, Autor zamieszcza wyniki zmaterializowanych wieloaspektowych badań empirycznych, dotyczących wyniku całkowitego i jego wpływu na wartość rynkową analizowanych spółek, a także rozważa skuteczność predykcji aplikowanych modeli. Badania empiryczne koncentrują się na sile oraz kierunkach zależności pomiędzy wynikiem całkowitym przedsiębiorstwa oraz jego wynikiem finansowym. Ponadto w analizie uwzględnione zostały: wartość rynkowa kapitału własnego i całkowita wartość rynkowa spółek kwotowanych na GPW w Warszawie.

Hipotezy badawcze zostały zweryfikowane w następujących rozdziałach: trzecim (H<sub>1</sub>), czwartym (H<sub>2</sub>), piątym (H<sub>3</sub>), szóstym (H<sub>4</sub>) i siódmym (H<sub>5</sub> i H<sub>6</sub>).

Autor podjął w swojej rozprawie habilitacyjnej jeden z kluczowych elementów szeroko rozumianej analizy fundamentalnej, wpisujący się w obecnie modną problematykę SEG.

Oceniając przyjętą strukturę rozdziałów uważam, że została ona ukształtowana w sposób właściwy. Na uwagę zasługuje przyjęty okres badaczy 2009-2018 oraz ogrom wykonanej przez Habilitanta pracy. Chciałbym jednak zgłosić pewne uwagi co do zawartości monografii:

1. Zabrakło mi wyraźnie zaznaczonego własnego zdania Habilitanta w kwestii definicji kapitału. Na str. 30, Autor bezkrytycznie zamieszcza definicję kapitału M. Dobija, w której czytamy: „Kapitał jest więc kategorią abstrakcyjną, oznaczającą potencjalną zdolność obiektu do wykonania pracy, czyli kategorii mierzalnej w jednostkach pracy, gdzie taka jednostka oznacza iloraz jednostki mocy i liczby jednostek czasu pracy”. Definicja ta, jak pisze Habilitant, łączy nauki ekonomiczne i fizyczne, jednak moim zdaniem, przytoczone w definicji sformułowanie dotyczące kapitału jako kategorii abstrakcyjnej, biorąc pod uwagę fakt, iż sam obiekt może być zarówno materialny jak i abstrakcyjny, wymaga zajęcia stanowiska przez samodzielnego pracownika nauki (*in spe*).
2. We wzorach na str. 38 i 39 Autor zapewne ma na myśli dług (D), od którego przedsiębiorstwo płaci odsetki, a nie cały dług (w tym np. kredyt kupiecki lub dług, od którego podmiot nie musi płacić odsetek).
3. W tabeli 1.3 (str. 37) oraz na stronie 39 występuje niespójność w opisie wskaźnika EBITDA.
4. W tabeli 4.7 Autor ukazuje międzysektorowe zróżnicowanie kształtowania się CI (wynik całkowity) względem NI (wynik finansowy netto) dla badanych spółek, w latach 2009-2018, jednak nie wyjaśniając dlaczego odsetek przypadków, kiedy CI

różnił się od NI, był największy w takich branżach jak: paliwa i energia czy też chemia i surowce.

5. Nie do końca jestem przekonany, że podawanie statystyk opisowych CI i NI w mln zł za lata 2009 – 2018 dla 349 spółek ma sens (tabela 4.8). Zwłaszcza, że przedsiębiorstwa te należą do różnych, często diametralnie odmiennych branż. Ta sama uwaga dotyczy omówienia wyników zaprezentowanych w tabeli 4.8., danych w tabeli 4.9 i dyskusji wyników z tej ostatniej tabeli. Być może warto byłoby rozważyć analizę statystyk, kiedy wielkości CI i NI podawane byłyby w ujęciu procentowym (np. w stosunku do średniej wartości kapitału własnego lub innej zmiennej). Wówczas istniałaby możliwość przeprowadzenia analiz międzybranżowych czy też uwzględnienia specyfiki samej spółki czy też branży („growth” lub „value”). Podobne uwagi można uczynić w stosunku do rozważań odnoszących się do RoA(CI) oraz RoA(NI) - tabele 6.8 i 6.11, RoE(CI) i RoE(NI) – tabele 6.14 i 6.18. Czy słusznym jest podawanie statystyk opisowych wskaźników P/E i P/BV analizowanych spółek w latach 2009-2018, bez właściwego komentarza (str. 317-318)? Jaką wartość informacyjną ma analiza średniej wielkości MC, EV, P/E i P/BV badanych spółek w podziale na sektory w latach 2009-2018?
6. W monografii wyraźnie brakuje rozróżnienia na wskaźniki, stosowane przez Autora, w ujęciu *ex post* (bazujące na danych z raportów finansowych) i *ex ante* (obliczone na podstawie prognozowanego tempa wzrostu firmy czy też polityki dywidendowej). Jestem świadom, faktu, że Habilitant koncentruje się głównie na tej pierwszej grupie wskaźników, jednak chociaż krótka informacja na temat drugiej grupy wskaźników, powinna zostać zamieszczona.
7. Zastrzeżenia dotyczące przeprowadzonego badania ankietowego:
  - A) Nie wyjaśniono, co rozumie się w badaniu przez inwestorów instytucjonalnych i dlaczego większy odsetek, w tej grupie stanowiły kobiety, kiedy to większość tego typu instytucji ma problem z wypełnieniem tzw. parytetu.
  - B) Nie wyjaśniono różnicy między inwestorami instytucjonalnymi, a analitykami giełdowymi, którzy zatrudnieni są w domach maklerskich. Autor, co prawda zastrzega się, że jest to próba dostępnościowa i celowa, jednak nie podane zostały kryteria eksperckiego doboru respondentów ankiety, co można uznać za niedociągnięcie.
  - C) Wątpliwości co do samego kwestionariusza ankiety (załącznik 4):

- Dlaczego w pytaniu I.1 nie uwzględniono czynników emocjonalnych czy też bieżących informacji przesyłanych przez spółki?
- Dlaczego w pytaniu I.4 nie uwzględniono takich współczynników jak EV/EBITDA czy EV/EBIT? W tym samym pytaniu wartość EPS jest wyrażana w złotych, a znalazła się wśród wielkości stanowiących iloraz dwu wielkości (wynik jest wielkością beznominałową): jak P/E, C/WK itd....
- W pytaniu I.6 wartość EVA (wyrażana w jednostkach monetarnych, tj. wielkość nominałowa) znajduje się wśród wskaźników, uzyskiwanych jako iloraz dwu wielkości ekonomicznych (wynik jest wielkością beznominałową).
- W pytaniu II.2 nie do końca wiadomo co znaczy: „zawsze”, „zazwyczaj”, „czasami”, „bardzo rzadko”.
- W pytaniu IV.4 o stan wiedzy i doświadczenia można mieć wątpliwości przy zaznaczaniu takich opcji jak: „ponadprzeciętny, „bardzo dobry”, „dobry”, „przeciętny”, „znikomy/żaden”.
- W ankiecie brakuje pytań pozwalających ocenić horyzont inwestycyjnych ankietowanych osób, jak również poziom ich awersji do ryzyka, co może rzutować na interpretację wyników.

Pewnym niedostatkim monografii jest prezentowanie przez Habilitanta wyników otrzymanych obliczeń / analiz bez dogłębnej próby ich wyjaśnienia i wskazania czynników ekonomicznych odpowiedzialnych za taki, a nie inny stan rzeczy.

Tematykę podjętą w monografii habilitacyjnej, jak i sam sposób rozwiązania problemu oceniam pozytywnie. Równie pozytywnie oceniam warsztat matematyczny Habilitanta. Przyjęte metody badawcze nie budzą istotnych wątpliwości i zostały dobrane w sposób umożliwiający osiągnięcie postawionych celów.

#### **Pozostały dorobek publikacyjny po uzyskaniu stopnia doktora**

Dorobek publikacyjny dr Artura Sajnoğa, po uzyskaniu stopnia doktora obejmuje łącznie 59 publikacji ekonomicznych, w tym autorstwo monografii naukowej, współautorstwo 4 monografii naukowych, współredakcję monografii naukowej, autorstwo 32 artykułów naukowych (w tym 5 w języku angielskim), współautorstwo 8 artykułów naukowych (w tym 5

w języku angielskim), autorstwo 12 rozdziałów w monografiach naukowych (w tym 4 w języku angielskim) oraz współautorstwo rozdziału w monografii naukowej (w j. angielskim).

Dorobek Habilitanta obejmuje 2 artykuły w czasopismach z bazy JCR, 3 artykuły w czasopismach z bazy Scopus, 5 artykułów w czasopismach indeksowanych w bazie Web of Science oraz 22 artykuły w czasopismach z listy ERIH PLUS. Dorobek publikacyjny Habilitanta został przez Niego oceniony na 1224,2 pkt. (liczonych według wykazów z 2019 i 2020 r.) lub 564,7 pkt (według wykazów z 2016 i 2017 r.). Sumaryczny Impact Factor publikacji Habilitanta wynosi 2,118 pkt, a łączna liczba cytowań była równa 68 (Google Scholar), 6 (Web of Science), 5 (Scopus), 41 (Research Gate). Indeks Hirscha na dzień 08.02.2021 wynosił: 4 (Google Scholar), 2 (Web of Science), 1 (Scopus) i 3 (Research Gate).

Habilitant charakteryzując swój dorobek naukowy wskazał na następujące obszary badawcze:

**Obszar 1:** Charakterystyka zmian poziomu i struktury kapitału własnego spółek publicznych.

W publikacjach Autor przeprowadził analizę poziomu i struktury kapitału własnego, jako istotnych zmiennych pozwalających na formułowanie i kontrolę strategii finansowych spółek publicznych. W ramach tego obszaru badawczego Autor napisał łącznie 15 publikacji, w tym dwie we współautorstwie oraz dwie w języku angielskim.

**Obszar 2:** Mechanizmy kształtowania efektywności i wartości rynkowej giełdowych spółek akcyjnych. W ramach tego nurtu Autor dokonuje badań nad problematyką gospodarowania zainwestowanym kapitałem, z punktu widzenia uzyskiwanych przez przedsiębiorstwa wyników finansowych, a także ze względu na stosowane przez inwestorów techniki doboru spółek do portfela inwestycyjnego z wykorzystaniem metod wypracowanych przez analizę fundamentalną. Badania empiryczne objęły zarówno spółki notowane na GPW w Warszawie jak i na giełdzie we Frankfurcie, co jednoznacznie wskazuje na ich międzynarodowy kontekst. W ramach tego nurtu badawczego wyróżnić można łącznie 11 publikacji, w tym trzy we współautorstwie, dwie w języku angielskim.

**Obszar 3:** Miejsce koncepcji wyniku całkowitego w ocenie funkcjonowania spółek publicznych. Ten obszar badawczy można uznać za przygotowanie do napisania i opublikowania rozprawy habilitacyjnej, wskazanej przez Habilitanta jako główne osiągnięcie naukowe. W ramach tego obszaru badawczego Habilitant wymienia 16 publikacji, których jest jedynym Autorem, z czego jedna została opublikowana w języku angielskim. Może szkoda, że w najważniejszym obszarze badawczym, anglojęzyczny dorobek habilitanta jest tak skromny.

Podsumowując obszary badawcze habilitanta można dostrzec wyraźną koncentrację na szeroko rozumianej tematyce analizy fundamentalnej, odnoszącej się do spółek notowanych na GPW w Warszawie jak na giełdzie we Frankfurcie.

Ponadto Autor wskazuje dwa inne, mniej ważne obszary badawcze, związane z problematyką *Family Office* oraz zbyt częstą publikacją informacji finansowych (*short termism*), w ramach których Autor przygotował i wydał łącznie trzy publikacje, wszystkie we współautorstwie, z czego dwie w języku angielskim.

Prace Habilitanta publikowane były zarówno w wydawnictwach o zasięgu międzynarodowym, jak również w liczących się journalach, wydawanych w głównych ośrodkach akademickich Polski.

Pozostały dorobek badawczy Habilitanta oceniam pozytywnie – wielkość tego dorobku, jak i zróżnicowanie tematyki, poruszanej w pracach naukowych w pełni uzasadniają uzyskanie przez Niego stopnia doktor habilitowanego.

#### **Aktywność konferencyjna**

Od czasu uzyskania stopnia doktora, Habilitant wziął udział w 37 konferencjach naukowych, z czego, w trakcie 35 wygłosił referaty (3 konferencje zagraniczne, 18 międzynarodowych i 14 ogólnopolskich), z czego 6 było przygotowanych w języku angielskim.

Ten obszar działalności Habilitanta zasługuje na pozytywną ocenę.

#### **Uczestnictwo w pracach zespołów badawczych**

Habilitant zrealizował jeden grant finansowany ze środków NCN (MINIATURA 2), w którym pełnił funkcję kierownika. Ponadto był kierownikiem w czterech projektach badawczych finansowanych ze środków Uniwersytetu Łódzkiego.

Habilitant pełni rolę opiekuna w dwu Studenckich Grantach Badawczych Uniwersytetu Łódzkiego.

Ten obszar działalności Habilitanta zasługuje na umiarkowanie pozytywną ocenę.

### **Współpraca międzynarodowa**

Habilitant prowadzi współpracę międzynarodową z uniwersytetami na Ukrainie i Niemczech, a także brał udział w projekcie naukowym NCN Sonata 13 (2017/26/D/HS4/00223) pt. Comparative evaluation of the predictive power of comprehensive income of Polish and German stock companies (Berlin School of Economics and Law).

Habilitant odbył staż naukowy na Justus-Liebig-Universität Gießen w Niemczech (w 2019 r.).

Innym stażem naukowym, tym razem krajowym był staż na UE w Krakowie (w 2020 r.)

Na uwagę zasługuje także aktywność habilitanta w ramach wymiany Erasmus+ z uniwersytetem Regensburg w Niemczech.

Ten obszar działalności Habilitanta zasługuje na pozytywną ocenę.

### **Osiągnięcia dydaktyczne**

Habilitant prowadzi zajęcia dydaktyczne na Wydziale Ekonomiczno – Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego na studiach I i II stopnia na kierunkach: Finanse i biznes międzynarodowy, Finanse i rachunkowość, Ekonomia, Logistyka, Analiza gospodarcza. Ponadto Habilitant prowadził zajęcia w Filii UŁ w Tomaszowie Mazowieckim na kierunku Zarządzanie o specjalności Rachunkowość i zarządzanie finansami. Warto podkreślić prowadzenie przez Habilitanta zajęć dydaktycznych w języku niemieckim na kierunku Finanse i rachunkowość na studiach stacjonarnych II stopnia na UŁ.

Habilitant jest także promotorem 44 prac magisterskich oraz 100 prac licencjackich, z których jedna praca magisterska zdobyła II miejsce w konkursie na najlepszą pracę magisterską z zakresu nauk ekonomicznych (PTE O/ Łódź, rok akademicki 2018/2019), a inna praca magisterska uzyskała I wyróżnienie w konkursie o Nagrodę Dyrektora Instytutu Ekspertyz Ekonomicznych i Finansowych w Łodzi (rok akademicki 2018/2019).

Habilitant pełni rolę promotora pomocniczego w dwu przewodach doktorskich.

Ukoronowaniem edukacyjnej działalności Habilitanta jest otrzymanie przez niego wielu nagród i nominacji.

Ponadto Habilitant bierze czynny udział w szkoleniach przeprowadzanych dla biznesu, pełni rolę opiekuna naukowego SKN Enactus University of Lodz, opiekuna specjalności Ekonomia i finansowanie działalności gospodarczej na kierunku Ekonomia na UŁ, członka Rady Konsultacyjnej na kierunku Logistyka, członka Rady Wydziału Ekonomiczno – Socjologicznego UŁ, i innych.



Na koniec warto też odnotować liczny udział Habilitanta w wydarzeniach popularyzujących naukę.

Ten obszar działalności Habilitanta oceniam pozytywnie.

### **Konkluzja**

Ogólny dorobek dr Artura Sajnága uważam za:

- a) W obszarze naukowo-badawczym – za pozytywny
- b) W ramach aktywności konferencyjnej – za pozytywny
- c) W ramach współpracy międzynarodowej – za pozytywny

co prowadzi do konkluzji, że wypadkowa ocena jest również pozytywna.

Jest to dorobek posiadający wartość naukową, poszerzający istniejący zasób wiedzy, głównie w zakresie empirii. Dorobek ten przyczynia się do rozwoju oraz popularyzacji subdyscypliny, którą można określić jako analizę fundamentalną. Należy przy tym podkreślić, że Habilitant należy do nielicznych badaczy w Polsce, którzy podjęli tematykę badania z zakresu tzw. wyniku całkowitego. Moim zdaniem zbyt małe jest, w przypadku artykułów naukowych ich umiędzynarodowienie. Ciężar niektórych mankamentów dostrzeżonych w Jego dorobku, o których wspomniano powyżej, jest jednak zdecydowanie mniejszy od pozytywów, co w konsekwencji rzutuje na pozytywną ocenę całości osiągnięć Habilitanta.

**Reasumując: w moje ocenie dr Artur Sajnóg spełnia warunki przedstawione w ustawie z 20 lipca 2018 r. prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. 2018 r. poz. 1668 z późn. zm.) i dlatego też wnoszę o dopuszczenie wniosku Habilitanta do dalszego procedowania w postępowaniu habilitacyjnym w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.**

Z poważaniem



