

Dr hab. Stanisław Hońko, prof. US  
Uniwersytet Szczeciński  
Instytut Ekonomii i Finansów  
Katedra Rachunkowości

Szczecin, 21 marca 2022 r.

Recenzja rozprawy doktorskiej **mgr. Bogusława Waclawika**

pt. „Rola instrumentów pochodnych w stabilizowaniu wyników finansowych spółek notowanych na giełdzie”

Promotorem recenzowanej rozprawy jest dr hab. Joanna Krasodomska, prof. UE w Krakowie, która przejęła obowiązki po śp. prof. dr. hab. Bronisławie Micherdzie. Rozprawa doktorska przekazana do recenzji obejmuje 308 stron.

Przedmiotem recenzji, zgodnie z §6 ust. 4 Rozporządzenia Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z 19 stycznia 2018 r. w sprawie szczegółowego trybu i warunków przeprowadzania czynności w przewodzie doktorskim, w postępowaniu habilitacyjnym oraz w postępowaniu o nadanie tytułu profesora (Dz. U. z 2018 r. poz. 261 ze zm.), jest **szczegółowo uzasadniona ocena spełnienia przez rozprawę warunków określonych w art. 13 ust. 1 ustawy z 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. z 2017 r. poz. 1789 ze zm., dalej: ustawa).**

W świetle przywołanej ustawy rozprawa doktorska powinna:

- 1) stanowić oryginalne rozwiązanie problemu naukowego,
- 2) dowodzić ogólnej wiedzy teoretycznej Kandydata w danej dyscyplinie naukowej,
- 3) potwierdzać umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr. Bogusława Waclawika składa się z następujących części, odnoszących się do wskazanych wcześniej warunków:

1. Dobór obszaru badań, problem badawczy i związany z nim temat rozprawy.
2. Ocena merytoryczna treści rozprawy.
3. Ocena strony formalnej rozprawy i stosowanych źródeł.
4. Pytania otwarte.
5. Wnioski końcowe.

## **1. Dobór obszaru badań, problem badawczy i związany z nim temat rozprawy**

Temat rozprawy „Rola instrumentów pochodnych w stabilizowaniu wyników finansowych spółek notowanych na giełdzie” dobrze komunikuje jej treść. Można stwierdzić, że tematyka ograniczania wpływu ryzyka na poziom wyniku finansowego jest zagadnieniem aktualnym od kilkunastu lat. Rzeczywistość ekonomiczna ostatnich dwóch lat sprawia, że temat ten dodatkowo zyskał na znaczeniu zarówno w ujęciu praktycznym, jak też naukowym. Niespodziewane zmiany otoczenia biznesowego wywołane pandemią i zbrojną agresją Rosji na Ukrainę silnie oddziałują na gospodarkę w skali makro i mikro. Niestabilność na rynkach walutowych, wahania cen surowców oraz rosnąca inflacja skłaniają przedsiębiorców do poszukiwania rozwiązań mających na celu łagodzenie skutków ryzyka oraz optymalizację kosztów. Wiele podmiotów posiadających w swoich portfelach instrumenty finansowe, w tym instrumenty pochodne, ma wątpliwości co do ich ujęcia i prezentacji w sprawozdaniu finansowym. Można zatem stwierdzić, że rachunkowość instrumentów finansowych stanowi zagadnienie o istotnym obecnie znaczeniu praktycznym, a także jest obszarem badawczym z dużym potencjałem. Na tym tle należy jednoznacznie stwierdzić, że dobór tematyki jest trafny i odpowiadający potrzebom nauki i praktyki rachunkowości. Ponadto warto docenić odwagę Doktoranta, który wybrał niełatwe zagadnienie, wymagające znajomości złożonych standardów rachunkowości, a także szerokiej wiedzy z obszaru finansów i rynków finansowych.

Problem badawczy opisany w rozprawie został właściwie zidentyfikowany i przedstawiony. Autor przyznaje, że poruszana tematyka została szeroko przedstawiona w literaturze zagranicznej. Wymaga jednak uzupełnienia na gruncie literatury krajowej, na podstawie danych pochodzącej z polskiego runku. W sposób klarowny identyfikuje lukę badawczą, którą niniejsza rozprawa – zdaniem recenzenta – w dużym stopniu wypełnia.

## **2. Ocena merytoryczna treści rozprawy**

Rozprawa obejmuje wstęp, pięć rozdziałów oraz zakończenie. Strukturę oraz treść **wstępu** należy ocenić pozytywnie. Już we wstępie zostały zidentyfikowane przez Doktoranta nurty badawcze, co umożliwiło zidentyfikowanie luki badawczej. Dobór obszaru badań został w sposób przekonujący uzasadniony. Pozytywnie należy ocenić przedstawienie tła zagadnienia, przed przejściem do zagadnień z obszaru rachunkowości.

Cel główny pracy sformułowano następująco: „przedstawienie istoty instrumentów pochodnych, dotyczących ich regulacji prawa bilansowego i rachunkowości zabezpieczeń, oraz wskazanie ich znaczenia dla ograniczania zmienności wyniku finansowego przedsiębiorstwa”. W opinii recenzenta Autor niepotrzebnie wskazuje tak wiele elementów celu głównego, a mianowicie:

1. wskazanie istoty instrumentów pochodnych,
2. przedstawienie regulacji prawa bilansowego, w tym rachunkowości zabezpieczeń,
3. wskazanie znaczenia instrumentów pochodnych przy ograniczaniu zmienności wyniku finansowego przedsiębiorstwa.

Zdaniem recenzenta wystarczające byłoby ograniczenie się przy formułowaniu celu głównego do jego ostatniego elementu. Tym bardziej, że wszystkie elementy celu głównego są uwzględnione w celach częściowych, które są jasne i właściwie sformułowane.

Wszystkie hipotezy badawcze są weryfikowane w części empirycznej pracy. Sposób sformułowania hipotez badawczych i ich powiązanie z celami i strukturą pracy nie budzi zastrzeżeń. Opis metod badawczych we wstępie jest wystarczający, tym bardziej, że został on uzupełniony w części empirycznej rozprawy.

Rozważania w **rozdziale pierwszym** dotyczą istoty ryzyka związanego z prowadzeniem działalności gospodarczej. Przegląd literatury z obszaru ekonomii i finansów dotyczącej ryzyka świadczy o umiejętnej selekcji przez Doktoranta bogatego materiału źródłowego. Dobrze, że Autor prezentuje własne stanowisko, na przykład dotyczące neutralnej definicji ryzyka. Plusem jest także właściwe wykorzystanie form graficznych, stanowiących wzbogacenie narracji. Definicja zarządzania ryzykiem (s. 32) wydaje się nieco zbyt uproszczona, można bowiem dyskutować, czy ograniczanie ryzyka powinno ograniczać się do przyszłości. Ryzyko i niepewność istnieją również w momencie podejmowania decyzji biznesowych. Rys. 10 ilustruje nieco zbyt oczywistą zależność. Rozdział ten pozostawia ogólnie dobre wrażenie, treść jest poprawna merytorycznie i spójna.

W **drugim rozdziale** Autor w umiejętny sposób przedstawia genezę i ewolucję rozwiązań rachunkowości dotyczących instrumentów finansowych. Przedstawienie genezy i podstawowych regulacji MSSF 9 jest w pełni uzasadnione, gdyż tworzy ramy rozważań w kolejnych rozdziałach. Na s. 77 Autor stwierdza, że zmiany wynikające z MSSF 9 mogą w negatywny sposób wpłynąć na sytuację finansową i majątkową przedsiębiorstw. Dobrze, że nie jest to

stwierdzenie *ex cathedra*, ale wnioszek płynący z badań, na które Autor się powołuje. Na rys. 27 przedstawiono ogólny model szacowania odpisów z tytułu utraty wartości aktywów finansowych. Model ten ma zastosowanie do aktywów wycenianych w zamortyzowanym koszcie, co – zdaniem recenzenta – wymagałoby doprecyzowania w treści. Na s. 78 jest mowa o konsekwencjach wdrożenia MSSF nr 9 w postaci wzrostu poziomu rezerw. Bardziej odpowiednie w odniesieniu do aktywów byłoby użycie określenia „odpisy aktualizujące wartość”. W podrozdziale 2.2. przedstawiono polskie uregulowania dotyczące instrumentów finansowych. Warto byłoby zamieścić syntetyczne porównanie obowiązujących polskich regulacji z MSSF 9, wraz z elementami oceny przydatności polskich rozwiązań. Na s. 96, pisząc o rodzajach ryzyka w MSSF 7, celowe byłoby nawiązanie do tematyki ryzyka przedstawionej w rozdziale pierwszym rozprawy. Na s. 104, w odwołaniu do koncepcji wiernego i rzetelnego obrazu, brakuje powołania się na bogate źródła literaturowe dotyczące tej tematyki. Rozdział został podsumowany dość ogólnikowo.

**Trzeci rozdział** rozpoczyna się od przedstawienia znaczenia wyceny w rachunkowości. Wskazane byłoby szersze odniesienie się do zagranicznych źródeł literaturowych. Bardzo interesujące jest zestawienie zawarte w tab. 23 odnoszące się do relacji wyceny i paradygmatów w rachunkowości. W podrozdziale 3.2. przedstawiono wiele modeli wyceny instrumentów pochodnych. Tylko do części z nich nawiązano w dalszych częściach rozprawy. Dobrze opisano kolejne kroki procesu zabezpieczania się jednostki przed ryzykiem walutowym, a także strategię opcyjne. Brakuje podsumowania rozważań zawartych w tym rozdziale. Kończy się on syntetycznym omówieniem podatkowych konsekwencji stosowania instrumentów pochodnych zabezpieczających.

**Czwarty rozdział** jest poświęcony treści ekonomicznej wyniku finansowego. Można odnieść wrażenie pewnej nieciągłości treści. Autor przedstawia różne poglądy na temat kapitału i zysku. Przegląd ten jest przygotowany poprawnie, jednak warto byłoby bardziej ściśle powiązać go z tematyką instrumentów finansowych. Brakuje natomiast stanowiska Autora rozprawy, który z poglądów najbardziej przystaje do opisywanego obszaru i za którym Autor się opowiada. Jest to zagadnienie szczególnie istotne biorąc pod uwagę wątpliwości związane z klasyfikacją instrumentów finansowych do przedstawiających i nieprzedstawiających prawo do kapitału. Rozważania dotyczące EVA, klasyfikacji źródeł finansowania jednostki, klasyfikacji kosztów czy rodzajów kapitału można było pominąć bez szkody dla treści pracy.

Aktualne są natomiast rozważania dotyczące rachunkowości inflacyjnej. Nieco poza głównym nurtem rozważań jest podrozdział 4.2, będący w istocie zbiorem poglądów na temat szeroko rozumianego wyniku finansowego. Podobnie jak wcześniej, część treści nie mieści się w głównym nurcie rozważań. Warto było natomiast mocniej zaakcentować kwestię kreatywnej rachunkowości, mylonej dość często w literaturze z oszustwami księgowymi. Podrozdział 4.3. odnosi się do elementów i zmienności wyniku finansowego i zawiera rozważania niezbędne do osiągnięcia założonego celu rozprawy. Na podkreślenie zasługuje szerokie przywołanie i skomentowanie wyników badań dotyczących zarządzania wynikiem finansowym. Sposób narracji w tym rozdziale nie zawsze jest uporządkowany, ponieważ wątki o ogólnym charakterze przeplatają się z rozważaniami dotyczącymi zastosowania wybranych instrumentów finansowych w celu kształtowania wyników jednostki. Rozbudowany opis zasad ujmowania instrumentów zabezpieczających według MSSF 9 jest w pełni uzasadniony. Stwierdzenie na s. 216, że rachunkowość zabezpieczeń „nie może być stosowana w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym grupy kapitałowej” jest skrótem myślowym i może prowadzić do nieporozumień.

**Rozdział piąty** rozpoczyna się od przeglądu badań dotyczących wykorzystania instrumentów pochodnych przez podmioty spoza sektora finansowego. Na początku tego rozdziału brakuje wyjaśnienia, które podmioty są zaliczane do sektora niefinansowego, na przykład z zastosowaniem klasyfikacji stosowanej w rachunkowości banków. Przegląd literatury zawiera syntetyczne wnioski w sześciu następujących obszarach badawczych:

1. stosowanie instrumentów pochodnych a stabilizowanie wyniku finansowego,
2. wdrożenie rachunkowości zabezpieczeń a zmienność wyniku finansowego,
3. regulacje prawa bilansowego (...) a zmienność wyniku finansowego,
4. stosowanie instrumentów pochodnych a ryzyko przedsiębiorstwa,
5. wykorzystanie instrumentów pochodnych do zarządzania wynikami,
6. wpływ stosowania instrumentów pochodnych na wartość rynkową przedsiębiorstwa.

W tym przeglądzie przywołano przede wszystkim opracowania zagraniczne, w tym dotyczące skutków wdrożenia MSSF 9. Autor przywołuje również inne obszary badawcze dotyczące rachunkowości pochodnych, które nie są pogłębione w rozprawie, ponieważ w

mniejszym stopniu są związane z ujmowaniem tych instrumentów w sprawozdaniach finansowych. Uzasadnienie takiego podejścia jest – zdaniem recenzenta – w pełni uzasadnione.

Część empiryczna rozprawy rozpoczyna się w podrozdziale 5.2. Na początku tej części Autor wyjaśnia, że w badaniu skupiono się na następujących kwestiach:

1. rola instrumentów pochodnych w stabilizowaniu wyników finansowych,
2. konsekwencje wdrożenia rachunkowości zabezpieczeń,
3. wpływ wdrożenia MSSF 9 na zmienność wyniku finansowego.

Zakres badań został ograniczony do spółek spoza sektora finansowego, notowanych na GPW w Warszawie. Dobór próby badawczej, obejmującej 241 spółek, został właściwie uzasadniony. Badaniem objęto dane pochodzące z kwartalnych sprawozdań finansowych za lata 2016-2019. Poddanie analizie danych kwartalnych, a także wykluczenie z badań sprawozdań finansowych z okresu pandemii jest logicznym rozwiązaniem i również poparte właściwymi argumentami. Plusem jest przywołanie wniosków z badań o podobnym charakterze, przeprowadzonych na podstawie innych danych (np. Beneda, Cambell i in., czy Ożga) w celu sformułowania hipotez badawczych. Hipotezy te, jak już wcześniej wspomniano, są weryfikowalne i logiczne. Są one następujące:

1. spółki stosujące instrumenty pochodne w celach zabezpieczających cechują się niższą zmiennością wyniku finansowego na poziomie wyniku netto niż spółki, które nie stosują instrumentów pochodnych,
2. stosowanie instrumentów pochodnych w celach zabezpieczających wpływa w sposób statystycznie istotny na obniżenie zmienności wyniku finansowego na poziomie wyniku netto,
3. spółki, które stosują instrumenty pochodne i jednocześnie wdrożyły zasady rachunkowości zabezpieczeń, cechują się niższą zmiennością wyniku finansowego na poziomie wyniku netto niż spółki, które stosują instrumenty pochodne, ale nie wdrożyły modelu rachunkowości zabezpieczeń,
4. stosowanie rachunkowości zabezpieczeń wpływa w sposób statystycznie istotny na obniżenie zmienności wyniku finansowego na poziomie wyniku netto,
5. wdrożenie do sprawozdawczości finansowej Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej nr 9 „Instrumenty finansowe” przyczyniło się do zwiększenia zmienności wyniku finansowego spółek na poziomie wyniku netto.

Już wstępne wnioski (s. 241) dotyczące wspólnych cech podmiotów stosujących instrumenty finansowe są wartościowym materiałem badawczym. Plusem jest również porównanie uzyskanych wyników z rezultatami innych badań odnoszących się do stosowania instrumentów pochodnych w innych krajach. Wartościowe jest również zestawienie zawarte w tab. 63, informujące o celach zawierania transakcji z wykorzystaniem instrumentów pochodnych, o rodzajach stosowanych instrumentów a także o rodzajach zabezpieczanego ryzyka. Zebranie tych danych wymagało niezwykle pracochłonnego studiowania obszernych części opisowych sprawozdań finansowych. Należy docenić duży wkład pracy Autora, a syntetyczną prezentację wyników i umiejętną ich analizę.

Metodyka przyjęta do weryfikacji hipotez została odpowiednio dobrana i właściwie wyjaśniona. Sposób weryfikacji hipotez świadczy o znajomości przez Autora narzędzi statystycznych. Rozdział empiryczny kończy treściwe podsumowanie, zawierające jasno sformułowane wnioski wraz z odniesieniem się do wcześniejszych badań polskich i zagranicznych. Część empiryczna rozprawy, zarówno w warstwie literaturowej, jak też w części analitycznej pozytywnie wyróżnia się na tle pozostałych części pracy i zasługuje na wysoką ocenę.

W zakończeniu Autor opisuje uzyskane wyniki badań, stwierdzając że cztery pierwsze hipotezy zostały zweryfikowane pozytywnie. Nie udało się natomiast potwierdzić, że wdrożenie MSSF 9 przyczyniło się do zwiększenia zmienności wyniku finansowego spółek na poziomie wyniku netto. Można się spodziewać, że taka zależność zostanie zaobserwowana w dłuższym okresie. Biorąc pod uwagę obecne uwarunkowania gospodarcze, związane z pandemią i wojną w Ukrainie, spodziewany efekt może być widoczny dopiero za kilka lat. Plusem rozprawy jest również wskazanie ograniczeń związanych z przeprowadzonym badaniem a także wskazanie ich dalszych kierunków.

### **3. Ocena strony formalnej rozprawy i stosowanych źródeł**

Rozprawa została przygotowana z dużą starannością. Ze względu na aktualną treść oraz na wartościową część empiryczną zasługuje ona na publikację w formie monografii. Przed publikacją wskazane jest usunięcie drobnych mankamentów, zauważonych przez recenzenta podczas lektury. Należą do nich:

- s. 26 - nieaktualny publikator tekstu jednolitego ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (powinien być Dz. U. z 2021 r. poz. 1800 ze zm.),

- s. 26 - niezbyt poprawne sformułowanie "obligacje płacą dyskonto",
- s. 41 - zamiast "powiedziano" powinno być "napisano",
- s. 58 - jest "ilość przedsiębiorstw" powinna być "liczba przedsiębiorstw",
- s. 71 - w MSR 17 (obecnie nieobowiązujący) nie było mowy o modelu biznesowym,
- s. 81 - nieaktualny publikator ustawy o rachunkowości (powinien być Dz.U. z 2021 r. poz. 217 ze zm.),
- s. 122 - jest "odrywa" zamiast "odgrywa",
- s. 140 - jest "opcje" zamiast "opcyjne",
- s. 148 - nieaktualny publikator ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (jak. s. 26),
- s. 151 - jest "Marchewska" powinno być "Marchewka",
- s. 157 - Autor powołuje się na nieobowiązujące od 2018 r. Założenia koncepcyjne MSSF. W nowych założeniach w odniesieniu do opisywanej kwestii treść jest analogiczna (obecny par. 4.63),
- s. 169 - jest "Ignatowicz" powinno być "Ignatowski",
- s. 230 - zamiast rys. 60 powinien być rys. 61,
- s. 235 - zamiast "ciężko" powinno być "trudno",
- s. 237 - zamiast "ilość" powinna być "liczba",

**Spis literatury** obejmuje 523 opracowania (książki, rozdziały i artykuły w czasopiśmie naukowych). Autor nie ogranicza się do opracowań anglojęzycznych, ale sięga również do publikacji polskojęzycznych, w tym do artykułów napisanych przez autorytety polskiej rachunkowości, jak na przykład prof. E. Burzym, prof. M. Dobija, prof. M. Gmytrasiewicz czy prof. K. Sawicki. Lista pozycji, z których Autor skorzystał jest imponująca i nie pozostawia niedosytu.

#### **4. Pytania otwarte**

Po przestudiowaniu rozprawy nasuwają się następujące pytania:

1. Ostatnie dwa lata to nowa rzeczywistość gospodarcza. Czy zdaniem Doktoranta obecna niepewność towarzysząca działalności gospodarczej przełoży się na bardziej powszechne zastosowanie instrumentów pochodnych? Jaki będzie szacowany przez Doktoranta popyt i podaż na tym rynku?



2. Jaki powinien być kierunek zmian polskich regulacji dotyczących rachunkowości instrumentów finansowych? Czy regulacje te powinny być w większym stopniu zgodne z MSSF 9?
3. Z jakimi niebezpieczeństwami dla podmiotów sporządzających sprawozdania finansowe i dla użytkowników tych raportów wiąże się wycena instrumentów finansowych w wartości godziwej?

## 5. Wnioski końcowe

Recenzent stwierdza, że:

1. rozprawa stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego – problem został jasno sformułowany, badania właściwie uporządkowane i zwieńczone logicznie uargumentowanymi wnioskami,
2. Kandydat legitymuje się odpowiednim warsztatem naukowym i wiedzą teoretyczną w dyscyplinie finanse (obecnie „ekonomia i finanse”) – świadczy o tym szerokie nawiązanie do przeprowadzonych badań w Polsce i zagranicą, a także wskazanie luki badawczej i kierunków dalszych badań,
3. rozprawa potwierdza posiadanie przez Kandydata ogólnej wiedzy teoretycznej w dyscyplinie finanse (obecnie „ekonomia i finanse”) – rozważania nie ograniczają się do kwestii związanych z rachunkowością, ale poruszają kwestie dotyczące teorii ekonomii i finansów (na przykład rozważania dotyczące zysku i kapitału).

Wymienione stwierdzenia prowadzą do wniosku, że **recenzowana rozprawa w pełni spełnia wymagania określone w art. 13 ust. 1 ustawy i może być podstawą ubiegania się o przyznanie stopnia naukowego doktora. W związku z tym, recenzent zwraca się wnioskiem o dopuszczenie mgr. Bogusława Waclawika do publicznej obrony rozprawy doktorskiej w Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie.**

Biorąc pod uwagę walory merytoryczne pracy, a w szczególności wysoki poziom badań empirycznych i sposób formułowania wniosków, recenzent wnioskuje o **wyróżnienie rozprawy** według zasad przewidzianych w Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie.

Stanisław Flótko