

Szczecin, 6 listopada 2019 r.

Dr hab. Anna Bera, prof. US
Uniwersytet Szczeciński
Instytut Ekonomii i Finansów
Wydział Ekonomii, Finansów i Zarządzania

Recenzja rozprawy doktorskiej

mgr Katarzyny Michaliny Wróblewskiej

pt.: „*Ekonomiczno-finansowe aspekty wykorzystania instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach*”

napisanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Roberta Kurka, prof. UE we Wrocławiu

Recenzja została sporządzona na podstawie pisma z dnia 28 września 2019r. otrzymanego z Wydziału Ekonomii, Zarządzania i Turystyki w Jeleniej Górze, informującego o powołaniu mnie na recenzenta rozprawy doktorskiej Pani mgr Katarzyny Michaliny Wróblewskiej w oparciu o Uchwałę nr 119/2019 Rady Wydziału Ekonomii, Zarządzania i Turystyki w Jeleniej Górze Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu z dnia 20 września 2019r.

1. Ogólna ocena (trafność wyboru tematu, oryginalność pracy)

Przedłożona mi do recenzji rozprawa doktorska mgr Katarzyny Michaliny Wróblewskiej stanowi studium rozważań o charakterze teoretyczno – empirycznym, w którym Autorka podjęła się istotnego naukowo zadania badawczego polegającego na wielopłaszczyznowej analizie ekonomiczno – finansowych aspektów wykorzystania instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach.

Wybór tematu dysertacji uważam za **trafny i zasadny**, z uwagi na niedostatek dociekań na ten temat w krajowym piśmiennictwie. W literaturze zagranicznej również nie ma zbyt dużo pozycji naukowych na ten temat.

Problem badawczy postawiony w rozprawie uznaję za **ważny zarówno z teoretycznego jak i praktycznego punktu widzenia**. A mianowicie funkcjonowanie Polski na wspólnym rynku Unii Europejskiej stworzyło szansę dla małych i średnich przedsiębiorstw na zmianę strategii polegającej na możliwości rozszerzenia prowadzonej aktywności na rynki międzynarodowe. Jednocześnie wykreowało to dla właścicielami małych i średnich przedsiębiorstw potrzebę stworzenia koncepcji zarządzania ryzykiem w wymianie handlowej mającej miejsce poza granicami kraju. Zagadnienie ekspansji zagranicznej wiąże się bowiem z wieloma barierami zewnętrznymi. Jest to proces zależny od wielu czynników i nie jest on możliwy do realizacji w odizolowaniu od otaczającego przedsiębiorstwa środowiska biznesowego i uwarunkowań rynkowych. Osoba zarządzająca małym lub średnim przedsiębiorstwem ma przed sobą ważne zadanie polegające na identyfikacji kluczowych rodzajów ryzyka związanych z rozwinięciem działalności, tak by następnie móc podjąć działania zmierzające w kierunku ich wyeliminowania lub złagodzenia. Jednym z głównych rodzajów ryzyka związanego w wymianą międzynarodową, jak słusznie zauważa Doktorantka jest ryzyko walutowe. Podstawowym celem zarządzania ryzykiem walutowym jest stabilizacja wartości przyszłych przepływów pieniężnych, nominowanych w walutach obcych na znanym i akceptowalnym poziomie. Wśród wielu metod pozwalających na jego zabezpieczenie wyróżnić można transfer ryzyka na innych uczestników rynku i tu właśnie zastosowanie mogą mieć instrumenty pochodne. Biorąc pod uwagę tendencję analizowanych statystyk, optymistycznie jawi się wykorzystanie produktów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem, które z roku na rok coraz częściej są uwzględniane przez zarządzających sektorem małych i średnich przedsiębiorstw. Tym samym w naturalny sposób powinni być oni zainteresowani szerszym wykorzystywaniem instrumentów pochodnych. Stąd należy zgodzić się z Autorką pracy doktorskiej, że teoria i praktyka zarządzania ryzykiem, w tym ryzykiem walutowym, powinna być jednym z wiodących tematów współczesnych finansów (praca doktorska, str., 5). Jednocześnie można podzielić opinię, że niezwykle rzadko można znaleźć badania dotyczące ryzyka walutowego i jego zabezpieczenia przez instrumenty pochodne, w szczególności z ukierunkowaniem ich na potrzeby specyficznego sektora małych i średnich przedsiębiorstw.

W świetle powyższego, uważam, że problem badawczy podjęty w recenzowanej rozprawie doktorskiej w pełni zasługuje na realizację w pracy na stopień doktora nauk ekonomicznych.

2. Cel, hipoteza i metody badawcze

We wstępie Autorka pracy zdefiniowała założenia metodyczne przeprowadzonych badań, na które składają się: cel pracy, cele cząstkowe, problem badawczy, hipotezy badawcze, przedmiot badań, zakres czasowy pracy oraz zastosowane metody badawcze. Cel badawczy Doktorantka określiła jako: *diagnoza ekonomicznych i finansowych aspektów wykorzystania instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach w kontekście specyficznych uwarunkowań ich funkcjonowania*. Dodatkowo, w świetle głównego celu badawczego sformułowała siedem (trafne dobranych) celów cząstkowych. Z kolei problem badawczy określiła następująco: *poszukiwanie odpowiedzi na pytanie dotyczące ekonomiczno – finansowych aspektów wykorzystania instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach*. Tak zdefiniowany cel główny rozprawy oraz cele pomocnicze, a także problem badawczy pozwoliły na zidentyfikowanie stanu wiedzy o przedmiocie rozprawy, jak i na zdobycie nowej wiedzy. Zaprezentowana treść dysertacji doktorskiej świadczy o tym, że Autorka zrealizowała z sukcesem postawione na wstępie cele badawcze.

W dysertacji Doktorantka podjęła się sprawdzenia, aż pięciu następujących hipotez badawczych:

1. *Nie wszystkie ekonomiczno-finansowe aspekty funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw w istotny sposób wpływają na wykorzystanie przez te podmioty instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego;*
2. *Brak wiedzy lub niski jej poziom na temat instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym w polskich małych i średnich przedsiębiorstwach powoduje niewielki stopień ich wykorzystania;*
3. *Niska elastyczność spowodowana standaryzacją i konstrukcją instrumentów pochodnych notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie stanowi główną wadę utrudniającą i zniechęcającą do stosowania giełdowych kontraktów futures celem zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym;*

4. *Wysokie koszty wiążące się z zastosowaniem instrumentów pochodnych powodują, iż małe i średnie przedsiębiorstwa w niewielkim stopniu wykorzystują te instrumenty do optymalizowania ryzyka walutowego;*
5. *Małe i średnie przedsiębiorstwa pomimo tego, że cechują się inną skalą działania niż przedsiębiorstwa duże, to korzystają z całej palety instrumentów pochodnych zabezpieczających przed ryzykiem walutowym.*

Przyjęte hipotezy badawcze można uznać za zdefiniowane w sposób prawidłowy, nie budzący zastrzeżeń, które następnie w toku badawczym zostały przez Autorkę zweryfikowane. W zakresie hipotez od jeden do trzy – nastąpiła ich pozytywna weryfikacja. W odniesieniu do hipotezy czwartej Doktorantka stwierdziła, że ostatecznie trudno jest ją jednoznacznie zweryfikować (ze względu na rozbieżne wyniki badań w grupie małych i średnich przedsiębiorstw i ekspertów rynku finansowego). Z kolei hipoteza piąta została zweryfikowana negatywnie. Pewną kwestią dyskusyjną może być to dlaczego sformułowano w pracy, aż pięć równoważnych hipotez. W sposób naturalny w świetle tego nasuwa się pytanie, z jakiego powodu nie zdecydowano się w rozprawie doktorskiej na jedną lub dwie hipotezy główne, a ujęcie pozostałych w katalogu hipotez pomocniczych (uzupełniających).

Zakres czasowy badań w części empirycznej objął lata 2010 - 2018. Realizacja przyjętych w pracy celów oraz weryfikacja sformułowanych hipotez badawczych nastąpiła w drodze krytycznej analizy literatury przedmiotu. W dysertacji Autorka wykorzystwała pierwotne oraz wtórne materiały badawcze. Doktorantka przeprowadziła dwie ankiety techniką CSAQ (*computerized self-administered questionnaire*), których wzory załączyła do pracy (zał. 1, str. 272 – 280 oraz zał. 2, str. 281-286). Przygotowane na potrzeby badań pierwotnych ankiety składają się - pierwsza z nich skierowana do sektora małych i średnich przedsiębiorstw z 21 pytań, druga adresowana do ekspertów rynku finansowego z 19 pytań. Mając na względzie łączną objętość obydwu ankiet jestem uznania dla determinacji Doktorantki przy ich realizacji i zbieraniu odpowiedzi od badanych przedsiębiorstw i ekspertów rynku finansowego. Jednocześnie w pracy wykorzystano trafnie dobrane materiały badawcze o charakterze wtórnym, pochodzące od reprezentatywnych i wiarygodnych instytucji (Giełdy Papierów Wartościowych oraz Narodowego Banku Polskiego).

Wybrane metody są dobrane w sposób trafny i użyteczny w realizacji postawionego przez Doktorantkę celu pracy i określonych hipotez badawczych.

Stwierdzić trzeba, że charakterystyka zastosowanych metod jest dość ogólna (syntetyczna) i odczuć tu można pewien niedosyt badawczy, niemniej w mojej opinii zakres podmiotowy, przedmiotowy, przestrzenny i czasowy badań jest w mojej ocenie właściwy i uzasadniony merytorycznie.

3. Układ i konstrukcja rozprawy doktorskiej oraz jej ocena merytoryczna

Recenzowana rozprawa doktorska liczy łącznie 286 stron oraz zawiera 2 załączniki. Składa się ze wstępu, pięciu rozdziałów, zakończenia, w którym w sposób przejrzysty merytorycznie omówiono najważniejsze konkluzje płynących z dysertacji. Praca zawiera spis literatury, aktów prawnych, spis tabel, spis rysunków oraz załączniki. W pracy znajduje się również streszczenie w języku polskim i języku angielskim (str. 227-248). Treść dysertacji mieści się w granicach określonych tytułem. Struktura rozprawy została ukształtowana prawidłowo w sposób przemyślany. Trzy pierwsze rozdziały zawierają rozważania o charakterze ogólnym. Stanowią one odpowiednią podbudowę dla dwóch dalszych rozdziałów, prezentujących wyniki z wielopłaszczyznowych badań empirycznych i wniosków z nich płynących.

Zakres rozdziału pierwszego o tytule „*Małe i średnie przedsiębiorstwo jako podmiot stosunków ekonomicznych i finansowych*” zawiera teoretyczne rozważania o specyfice i naturze małych i średnich przedsiębiorstw. Autorka omawia ekonomiczno – finansowe uwarunkowania ich funkcjonowania, a następnie w kontekście zaprezentowanej ich specyfiki przechodzi do umiejscowienia ich w strukturach rynku międzynarodowego. Rozdział jest napisany w sposób naukowo przejrzysty i logiczny oraz pozwala na zrozumienie istoty małych i średnich przedsiębiorstw jako podmiotów stosunków ekonomicznych zachodzących w gospodarce. Słabością rozdziału jest to, że Doktorantka w znacznej mierze bazuje w przeglądzie literatury na pozycjach książkowych. Brakuje w krytycznej analizie literaturowej szerszego odwołania się do pozycji artykułowych, czy pozycji stricte monograficznych. Odczuć można również niedosyt większego uwypuklenia własnego autorskiego ujęcia (postrzegania) sektora małych i średnich przedsiębiorstw w świetle podjętych rozważań. Za szczególnie cenny w tym rozdziale uważam rys. 2 i jego obszerne omówienie. Po szczegółowej analizie treści pierwszego rozdziału zastanawia mnie, czy treść tabel 1 (źródło z 2007r), jest nadal w pełni aktualna. Brakuje też uzasadnienia w stosowanym podejściu autorki do używania zamiennie pojęć: – przedsiębiorstwo – firma – spółka (np. maszynopis, str. 27).

Czy faktycznie nie ma między tymi pojęciami aż tak dużych różnic, aby można było traktować je jako terminy tożsame.

W rozdziale drugim o charakterze teoretycznym zatytułowanym „*Ryzyko walutowe i jego wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa*” Autorka dokonuje wyjaśnienia i usystematyzowania ryzyka w działalności przedsiębiorstwa. Omawia po kolei poszczególne rodzaje ryzyka. Dalej przechodzi do określenia źródeł ryzyka walutowego i jego wszechstronnej analizy pojęciowej. Doktorantka prowadzi logiczny wywód naukowy w oparciu o podstawową literaturę dotyczącą problematyki ryzyka i zarządzania ryzykiem. Pozytywnie oceniam, to że Doktorantka dokonuje tabelarycznych zestawień ujęcia ryzyka walutowego według różnych autorów (vide: maszynopis, str. 57), prezentuje i omawia zarządzanie ryzykiem – w oparciu o występujące w literaturze polskiej i zagranicznej ujęcia. W podsumowaniu uważam, że Doktorantka w rozdziale drugim dokonał wyczerpujących w aspekcie celu badawczego pracy rozważań na temat ryzyka i zarządzania nim, co stanowi doskonale przedpole teoretyczne do dalszych analiz i badań zaprezentowanych w kolejnych rozdziałach dysertacji.

Rozdział trzecim „*Instrumenty pochodne wykorzystywane do optymalizowania ryzyka walutowego*” obejmuje swym zakresem merytorycznym prezentację instrumentów pochodnych wykorzystywanych do optymalizowania ryzyka walutowego w Polsce. Pozytywnie oceniam to, że w tym rozdziale Doktorantka sięga po przykłady praktyczne ilustrujące omawiane instrumenty finansowe (vide: maszynopis, str. 99, 105, 106, 114). W pkt. 3.3. pracy doktorskiej Autorka omawia instrumenty pochodne stosowane w celu optymalizacji ryzyka walutowego w Polsce w latach 2004-2016. Za cenny autorski wkład uznaję uporządkowaną prezentację danych statystycznych opisujących m.in. wartość obrotów, liczbę transakcji, czy strukturę walutowych instrumentów pochodnych na polskim rynku giełdowym i pozagiełdowym w różnych przekrojach czasowych. Doktorantka bazuje w tym zakresie na trafnie dobranych wartościach liczbowych, które przejrzysto prezentuje w formie rysunków i wykresów. Doktorantka prowadzi tu spójną i logiczną analizę w odniesieniu do prezentowanych statystyk, co pozwala umocować problem badawczy dysertacji w realiach krajowego rynku instrumentów pochodnych. Moja ocena rozdziału trzeciego jest pozytywna.

W rozdziale czwartym badawczym zatytułowanym „*Wykorzystanie instrumentów pochodnych i innych instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym do*

optymalizowania ryzyka walutowego na przykładzie wybranej grupy małych i średnich przedsiębiorstw” Doktoranta w sposób bardzo obszerny prezentuje wyniki badania ankietowego przeprowadzonego na reprezentatywnej próbie małych i średnich przedsiębiorstw. Wskazuje na wykorzystanie instrumentów pochodnych i innych instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym (prezentując je w formie rysunkowej). Następnie dokonuje analizy i oceny efektów tychże badań. Moja ocena przeprowadzonych w tym zakresie badań własnych Autorki jest pozytywna, gdyż wyczerpująco prezentuje podjęte w pracy doktorskiej zagadnienie naukowe od strony empirycznej.

Rozdział piąty zatytułowany: *„Wykorzystanie instrumentów pochodnych i innych instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach w opinii ekspertów”* o charakterze badawczym przedstawia wyniki badań ankietowych, które miały na celu zebranie informacji od ekspertów rynku finansowego na temat wykorzystania przez polskie małe i średnie przedsiębiorstwa instrumentów służących zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym oraz ich opinii dotyczących perspektyw rozwoju rynku tychże instrumentów. Prezentowane wyniki są interesujące i korelują z celami pracy oraz stanowią doskonałe uzupełnienie empiryczne dla rozważań prowadzonych w dysertacji. Przeprowadzone badania pozwoliły Doktorantce na wnioskowanie (vide, maszynopis, str. 226). Tym samym mogę potwierdzić, iż Doktorantka dokonała zweryfikowania postawionych na wstępie hipotez badawczych pracy. W zakończeniu znalazły się wnioski podsumowujące wywody całej dysertacji.

W świetle prezentowanych w rozprawie doktorskiej analiz pojawiają mi się następujące zagadnienia, które chciałbym aby Doktorantka rozwinął w trakcie obrony, a mianowicie:

- Na str. 207 Autorka pisze: *„(...) 5% badanych wskazuje, że na świecie występują instrumenty, których brakuje na rynku polskim są nimi opcje egzotyczne. W świetle powyższego proszę o zidentyfikowanie głównych powodów, dla których opcje egzotyczne nie rozwinęły się w Polsce.*
- Na str. 219 Autorka pisze o potrzebie zorganizowania ogólnopolskiej kampanii edukacyjnej. Na czym ta kampania według Doktorantki miałaby polegać i w jaki sposób można byłoby dotrzeć do małych i średnich przedsiębiorstw.

- Czy Doktorantka dysponuje informacjami na temat wykorzystania instrumentów pochodnych zabezpieczających ryzyko walutowe przez małe i średnie przedsiębiorstwa na wybranych rynkach zagranicznych?
- Jakie są najważniejsze uwarunkowania dla rozwoju instrumentów pochodnych zabezpieczających ryzyko walutowe w grupie małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce.

4. Ocena formalna pracy

Recenzowana rozprawa spełnia wymogi formalne stawiane pracom doktorskim. Całość pracy napisana jest poprawnym i zrozumiałym językiem. Tekst jest przejrzysty i czytelny. Doktorantka posługuje się poprawną terminologią, strona redakcyjna jest staranna, a drobne potknięcia językowe, czy stylistyczne nie umniejszają mojej pozytywnej oceny w tym zakresie. Opracowanie graficzne rozprawy obejmuje 105 rysunków i 26 tabel. Do pracy dołączono 2 załączniki (kwestionariusze ankietowe). Praca jest rzetelnie opracowana pod względem źródłowym. Sporządzony został wykaz rysunków i tabel oraz spis literatury.

Praca doktorska ma logiczną konstrukcję i poprawny układ hierarchiczny. Rozdziały w sposób uzasadniony merytorycznie zostały podzielone na punkty i podpunkty. W pracy Doktorantka zachował właściwe proporcje treści pomiędzy częścią teoretyczną, a badawczą (empiryczną), co oceniam pozytywnie. Co do wykorzystanej literatury w liczbie 177 pozycji (literatura przedmiotu), aktów prawnych – 18 nie zgłaszam większych uwag, a także uważam, że dobór pozycji bibliograficznych jest trafny i oceniam ten element pracy pozytywnie. Drobne zastrzeżenie dotyczy jedynie tego, że Autorka zbyt często sięga do opracowań podręcznikowych, a przecież warto byłoby w większym zakresie wykorzystać pozycje monograficzne, czy artykuły naukowe. Stwierdzam, że strona formalna pracy doktorskiej zasługuje na moją pozytywną ocenę.

5. Uwagi szczegółowe

Wśród uwag szczegółowych można wymienić (wybrane):

Doktorantka opisując zawartość tabel w tekście nie wskazuje wielokrotnie na ich numerację.

Str. 41 – w przypisie 76 brakuje podania numeru strony cytatu. Str. 113 - w przypisie brakuje daty wydania. Str. 143 - na osi rzędnych brakuje pełnego tekstu.

Wybrane potknięcia językowe:

- (...) *regulują jego funkcjonowanie zgodnie z calami* (str. 26).
- *Stan jest o tyle niebezpieczny, że bardzo prędko może doprowadzić do pogrzebienia całego przedsięwzięcia. Do takiej sytuacji może dość (...)*, str. 47.
- *Trnsakcje forward są najpopularniejsze ze względu na łatwy dostęp do nich, gdyż są w odciercie praktycznie każdego banku oraz ze względu na stosunkowo prostą konstrukcję.* Str. 123.

W spisie literatury niektóre z pozycji bibliograficznych są podane w sposób niepełny, np.: poz. 118, poz. 50 (brakuje wydawnictwa), poz. 119 (brakuje daty wydania).

6. Konkluzja

Wartość merytoryczną i formalną pracy oceniam pozytywnie. Doktorantka wykazała się szeroką wiedzą teoretyczną oraz umiejętnością prowadzenia wielopłaszczyznowych badań empirycznych w dyscyplinie ekonomia. Udowodniła też, że posiada predyspozycje do prowadzenia samodzielnej pracy badawczej.

W świetle powyższego stwierdzam, że rozprawa doktorska magister Katarzyny Michaliny Wróblewskiej pt.: „*Ekonomiczno-finansowe aspekty wykorzystania instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach*” napisana pod kierunkiem naukowym prof. UE dr hab. Roberta Kurka odpowiada wymogom stawianym pracom doktorskim, określonym w art. 13.1. ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym (Dz.U. Nr 65, poz. 595 z późn. zm.). Wnoszę zatem o przyjęcie rozprawy doktorskiej i dopuszczenie Doktorantki do kolejnych etapów postępowania o nadanie stopnia nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia.

Szczecin: 6 listopada 2019r.

