

R E C E N Z J A

rozprawy doktorskiej mgr. Mirosława Adamczyka
pt. *„Optymalizacja zakresu informacji o kapitałach własnych w sprawozdaniach
finansowych spółek z rynku NEWCONNECT”*
napisanej pod kierunkiem prof. zw dr hab. Kazimiery Winiarskiej

Przedstawiona do recenzji praca doktorska stanowi rzetelne studium teoretyczno-empiryczne poświęcone tematyce optymalizacji jakości informacji o kapitałach własnych pozyskiwanych ze sprawozdań finansowych przez właścicieli spółek z rynku Newconnect. Dogłębne przestudiowanie rozprawy daje podstawę do jednoznacznego stwierdzenia, że praca doktorska mgr. Mirosława Adamczyka spełnia wymagania stawiane rozprawom doktorskim, ponieważ:

- stanowi oryginalne rozwiązanie problemu badawczego,
- wykazuje ogólną wiedzę teoretyczną Doktoranta w dziedzinie nauk ekonomicznych,
- potwierdza umiejętność samodzielnego prowadzenia badań naukowych.

Uzasadnieniem tej pozytywnej oceny są walory rozprawy, do których zaliczyć należy przede wszystkim: trafny wybór tematu, osiągnięcie celu i udowodnienie hipotez badawczych, właściwy wybór literatury, źródeł informacji i metod badawczych oraz zawartość merytoryczną.

I. Ocena zasadności podjęcia tematu pracy

Problematyka badawcza recenzowanej rozprawy doktorskiej jest bez wątpienia ważna, aktualna, a także interesująca szczególnie z praktycznego punktu widzenia. Przedmiotem rozprawy jest istota ujmowania kapitału własnego w sprawozdaniach finansowych spółek akcyjnych, a w szczególności optymalizacja jakości informacji pozyskiwanych przez właścicieli, czyli akcjonariuszy spółek notowanych na rynku NewConnect.

Podkreślając trafność i ważność wyboru tematu rozprawy warto na wstępie przytoczyć słowa M. Friedmana, który napisał, że *„Można wskazać tylko jedno społeczne zadanie*

*przedsiębiorstwa – wykorzystanie jego zasobów i zaangażowanie całej aktywności w kierunku wzrostu zysków poprzez cały czas, gdy przedsiębiorstwo uczestniczy w grze*¹. W ten sposób można scharakteryzować przedstawioną do recenzji rozprawę doktorską, w której Autor ukazuje znaczenie rzetelności prezentacji kapitału własnego w sprawozdaniach finansowych. Szczegółowość rozważań Doktoranta, precyzyjne podejście do elementów sprawozdań finansowych wskazuje, że optymalizowanie informacji o kapitałach własnych winno wspomagać aktywność przedsiębiorstw, spółek z rynku NewConnect, w kierunku wzrostu zysków i wartości.

Już we wstępie rozprawy Autor podkreśla znaczenie jakości informacji o kapitałach własnych w sprawozdaniach finansowych wskazując na powszechne zjawisko asymetrii informacji. Zjawisko to potęgowane jest rosnącą niepewnością i nieprzewidywalnością otoczenia przedsiębiorstw. Ostatni kryzys udowodnił, że w wyniku narastającej burzliwości przemian w gospodarce piętrzą się trudności ze zidentyfikowaniem pewnych regularności, które pozwoliłyby na nieomylność decyzji finansowych. W warunkach niebywale dynamicznych przemian *niedoskonała staje się prawda i nieprawdziwa pewność*. Coraz częściej okazuje się, że modele, w tym zasady prezentacji kapitałów własnych w sprawozdaniach finansowych, zawodzą. Bazują, bowiem na pewnych założeniach trwałych i prawidłowościach, zatem w warunkach przemian stają się mniej przydatne. Takie przekonanie prowadziłoby do marginalizowania dyskusji metodologicznych i konkurencyjnych podejść oraz zawęża przedmiot ekonomicznych analiz i czyniłoby prace doktorską Mirosława Adamczyka bezprzedmiotową i zbyteczną, co jest nieprawdą. Autor podkreśla, dalej we wstępie, że decyzje finansowe właścicieli będą *„trafne wówczas, gdy będą podejmowane w oparciu o wiarygodne i kompletne informacje pochodzące ze spółki”* (s. 5).

W obliczu narastającej niepewności w ekonomii powstała tendencja do analizy procesów alokacji zasobów w otoczeniu instytucjonalnym. Jedną z krytycznych ocen takiemu podejściu ekonomii ortodoksyjnej wystawił Ronald Coase stwierdzając, że ekonomiczna teoria wyboru przyczyniła się do wyeliminowania z zakresu badań ekonomistów tego, co jest rzeczywistą treścią gospodarowania. Napisał *„mamy konsumentów bez ludzi, firmy bez organizacji, a nawet wymianę bez rynków”*². Na tym tle nie ulega wątpliwości trafność wyboru tematu i waga rzetelności informacji o kapitałach własnych w finansach

¹ M. Friedman: *The social responsibility of business is to increase its profits*. Nowy Jork Times Magazyn, 13.09.1970 Nowy Jork, s. 32-33

² R.H. Coase, *Firm, the Market and the Law*, University of Chicago Press 1990, s. 3

przedsiębiorstwa, której istota sprowadza się do dostrzegania podmiotowości firmy, jej organizacji, a także finansów i rachunkowości.

Odnosząc tematykę rozprawy do nauki finansów należy podkreślić, że nauka ta zajmuje się zjawiskami finansowymi powstającymi w gospodarce i społeczeństwie, a tworzywem zjawisk finansowych jest pieniądz. Celem poznawczym nauki finansów jest badanie zjawisk finansowych, ich istoty, treści ekonomicznej i społecznej, a także związków zachodzących między tymi zjawiskami. Badania analityczne są podstawą uogólnień i dostarczają zaleceń dla działalności praktycznej w sferze pieniądza, zwanej polityką finansową, gospodarką finansową, zarządzaniem aktywami i pasywami danego podmiotu itp. Sens i ekonomiczną treść finansów stanowi związek zjawisk pieniężnych z realną sferą gospodarki³, czyli nauka musi odzwierciedlać rzeczywistość gospodarczą. Z przedstawionych treści wynika, że **istotą nauki finansów przedsiębiorstw są zjawiska finansowe związane z przepływem pieniądza, akumulacją i alokacją środków finansowych, a sens tej nauki stanowi związek zjawisk finansowych z realną sferą gospodarki**. W recenzowanej rozprawie można odnaleźć rzeczywistość ekonomiczną i finansową spółek z rynku NewConnect w Polsce, w których kapitał własny przedstawiony w sprawozdaniach finansowych winien odzwierciedlać jego rzeczywistość, gdyż jest podstawą decyzji finansowych właścicieli. Jak wskazuje Autor dysertacji *inwestorzy powinni mieć pełną świadomość „jakości” akcji*.

II. Ocena celu i hipotez rozprawy

Celem dysertacji było opracowanie *koncepcji zmian zakresu informacji o kapitałach własnych w sprawozdaniach finansowych spółek z rynku NewConnect, które w wyższym niż dotychczas stopniu, zaspakajająby potrzeby inwestorów*. Do tak przyjętego celu zasadniczego sformułowano cele cząstkowe. Dotyczą one wskazania na znaczenie kapitałów własnych w przedsiębiorstwie, analizy przepisów prawa bilansowego, oceny informacji o kapitałach własnych w sprawozdaniach finansowych spółek oraz identyfikacji potrzeb informacyjnych inwestorów indywidualnych.

W pracy postawiono dwie hipotezy badawcze. Pierwsza hipoteza rozprawy brzmi, *„Jakość informacji o kapitałach własnych w sprawozdaniach finansowych spółek, których akcje są przedmiotem notowań na rynku NewConnect, nie jest wystarczająca dla oceny przez inwestora sytuacji finansowej spółki”*. Druga hipoteza: *„Inwestorzy przed podjęciem decyzji*

³ Por. S. Flejterski: *Metodologia finansów*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 56

inwestycyjnej dokonują analizy informacji o kapitałach własnych w sprawozdaniach finansowych spółek publicznych”.

Cel pracy oraz hipotezy należy ocenić pozytywnie, głównie z punktu widzenia przydatności wyników badań dla jakości sprawozdań finansowych spółek z rynku NewConnect.

Weryfikacji empirycznej przyjętych hipotez badawczych dokonano w oparciu o badanie sprawozdań finansowych wybranych spółek z rynku NewConnect oraz wyniki badań ankietowych. Formularze skierowano do 1.297 osób, czynnych inwestorów giełdowych. W wyniku badań uzyskano 339 wypełnionych kwestionariuszy ankiet oraz 38 częściowo wypełnionych, które pominięto w analizie. W celu pełnej interpretacji otrzymanych wyników badań ankietowych przeprowadzonych wśród inwestorów przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych: Ogólnopolskiego Badania Inwestorów 2013 oraz Rankingu Źródeł Informacji 2012. Pozyskane dane empiryczne świadczą o rzetelności badawczej Doktoranta. Już na tym etapie można stwierdzić, że Autor dysertacji dołożył wszelkich starań, aby zweryfikować przedstawione hipotezy oraz zrealizować cel pracy. Dowodzi to także dobrej znajomości prezentowanych zagadnień. Zostały one osadzone w teorii ekonomii, finansów, rachunkowości. Wszystkie aspekty odpowiednio ze sobą korespondują, co świadczy o dojrzałości naukowej Autora i pracy włożonej w przygotowanie rozprawy.

III. Ocena układu i treści pracy

Praca doktorska mgr. Mirosława Adamczyka ma charakter teoretyczno-aplikacyjny. Liczy 299 stron, w tym zasadnicza część 270 strony obejmuje pięć rozdziałów. Wyodrębnioną część pracy stanowi aneks, w którym Autor zawarł formularz kwestionariusza ankiety. Spis bibliografii podzielono na literaturę (134 poz.), normy i regulacje prawne (38 poz.), źródła internetowe (7 poz.) oraz strony internetowe (4 poz.). W pracy wykorzystano zarówno literaturę polską jak i obcojęzyczną (w spisie literatury – 14 poz.) W spisie literatury zawarto także artykuły popularnonaukowe z dziennika Rzeczpospolita. Ujęta w spisie literatura została uporządkowana w sposób poprawny, natomiast spis aktów prawnych należałoby uporządkować wg ich znaczenia jako źródeł prawa. Doktorant wykazał się umiejętnością posługiwania się literaturą w zakresie syntezy wiedzy oraz prezentacji dotychczasowego dorobku w obszarze objętym tematyką pracy. Na podkreślenie zasługuje umiejętne wykorzystanie tabelarycznej i graficznej formy prezentacji: w pracy zawarto 41 tabel oraz 55 rysunków.

Zasadnicza część pracy obejmuje pięć rozdziałów, wstęp i zakończenie.

Rozprawę poprzedza wstęp, w którym Autor podkreśla wagę jakości ujęcia kapitału własnego w sprawozdaniach finansowych spółek z rynku NewConnect, prezentuje cel dysertacji, cele cząstkowe oraz hipotezy badawcze. W pracy rozdzielono część teoretyczno-metodologiczną od części analityczno-empirycznej. Konstrukcja pracy jest poprawna i logiczna. Także ilości podpunktów w poszczególnych rozdziałach jest taka sama, co wskazuje na symetryczność pracy.

Punktem wyjścia jest prezentacja istoty i funkcji kapitałów (rozdział I). Autor przedstawił pojęcie kapitału. W rozdziale ukazał różnorodność definicji kapitału oraz funkcji. Trudno zgodzić się z Autorem, że kapitał jest terminem (s. 7). Jest kategorią ekonomiczną i finansową. Prowadząc rozważania na temat optymalizacji struktury kapitału nie uwypuklono kategorii kosztu kapitału, szczególnie kosztu kapitału własnego, który związany jest z kosztem alternatywnym akcjonariuszy. Nie ukazano dokładnie kosztów związanych z pozyskaniem nowego kapitału własnego (koszty emisji), które stanowią element kosztu kapitału własnego zewnętrznego. Autor wykazuje się znajomością teorii i literatury przedmiotu w tym zakresie. W tej części pracy brakuje także dyskusji naukowej; definicje, teorie są prezentowane bez ich analizy dla potrzeb pracy.

W drugim rozdziale pracy zaprezentowano istotę spółki akcyjnej w porównaniu do spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Na wstępie (pkt 2.1) Autor przedstawia spółkę akcyjną, akcje oraz prawa i obowiązki akcjonariuszy z nich wynikające. Bardzo brakuje tu (jak i w dalszych częściach pracy) dyskusji naukowej. Doktorant wykazuje się bardzo dobrą znajomością prezentowanych zagadnień, ale o nich nie rozprawia tylko je przedstawia. Doktorant ukazuje dalej funkcje kapitału zakładowego. Wydaje się, że właściwym byłoby uwypuklenie funkcji kapitału zakładowego. Autor na wstępie rozdziału wspomina o funkcji ochronnej, a następnie opisuje jego istotę (czym jest, jak jest tworzony). W dalszej części rozdziału Doktorant opisuje procedury zmian kapitału zakładowego. Uwypukla istotę podwyższenia kapitału zakładowego oraz jego obniżania. Rozdział kończą rozważania dotyczące pozostałych kapitałów i zysków jako dodatkowego źródła finansowania. Autor pisze o kapitale zapasowym, rezerwowym, kapitale z aktualizacji wyceny (ciekawe zestawienie zdarzeń skutkujących zmianami kapitału z aktualizacji wyceny – tabela 2.3 s. 78-80) oraz niepodzielonym wynikiem finansowym. W ocenie recenzenta niewłaściwym jest ujęcie w tytule podrozdziału zwrotu „*jako dodatkowego źródła finansowania*”, gdyż Doktorant nie umiejscawia tych kapitałów w strukturze źródeł finansowania i nie wskazuje na ich znaczenie jako źródeł finansowania spółek akcyjnych. Rozważania zawarte w rozdziale drugim

dowodzą bardzo dużej wiedzy Autora, ale jako część dysertacji doktorskiej, w ocenie recenzenta, mają nazbyt systemowy i prezentacyjny charakter. Doktorant przedstawia istotę kapitałów własnych spółek akcyjnych wykazując się bardzo dobrą znajomością systemu prawa spółek handlowych i rozwiązań z zakresu sprawozdawczości polskiej i międzynarodowej (MSSR). Ta część pracy może pełnić funkcje kompendium wiedzy na temat kapitałów własnych w spółkach akcyjnych. Zawarto w niej wiele autorskich zestawień np. akcja jako zespół praw i obowiązków akcjonariusza (tab. 2.1 s. 52), podział zysku netto (rys. 2.9, s. 81).

W rozdziale trzecim pracy Autor ukazuje istotę sprawozdawczości finansowej emitentów z rynku NewConnect w zakresie kapitałów własnych. Przedstawiono tu miejsce Alternatywnego Systemu Obrotu NewConnect w strukturze rynku kapitałowego w Polsce oraz obowiązki informacyjne emitentów. Przedstawiając regulacje prawa bilansowego dotyczące sprawozdań finansowych w obrębie kapitałów własnych Autor potwierdził swoją dużą wiedzę w tym zakresie. Rozdział trzeci jest preludium do zasadniczych rozdziałów czwartego i piątego, w których Autor weryfikuje empirycznie postawione w pracy hipotezy.

W rozdziale czwartym rozprawy weryfikacja prowadzona jest w oparciu o badanie sprawozdań finansowych wybranych spółek z rynku NewConnect, a w rozdziale piątym na bazie kwestionariusza ankietowego. Na wstępie rozdziału czwartego Autor prezentuje zakres i metodykę badań. Jest to bardzo istotna część, gdyż pozwala na stwierdzenie trafności formułowanych wniosków (s. 161-162). Wykaz badanych spółek zamieszcza w tabeli 4.1 (s. 164). Przedstawione w dalszej części rozdziału czwartego wyniki badań potwierdzają słuszność podjętego tematu rozprawy i postawionych hipotez. Należy podkreślić poruszany przez Autora aspekt struktury kapitałów własnych i bardzo ciekawe rozważania dotyczące kapitału zapasowego i rezerwowego. Interesujące rozważania zawarto w rozdziale 4.4 dotyczącym oceny jakości informacji o wynikach finansowych spółek. Badając sprawozdania finansowe spółek w tym punkcie Autor podkreślił znaczenie systemu podatkowego w kształtowaniu wyniku finansowego przedsiębiorstwa (s. 196 – Autor pisze o optymalizacji podatkowej w spółce Internity S.A.). Na tym tle brakuje jednak pełniejszego wskazania na system podatkowy, który bezpośrednio oddziałuje na wartości kapitałów własnych.

W rozdziale piątym Autor pogłębia badania wykorzystując w tym celu kwestionariusz ankiety. Na wstępie rozdziału dokonuje diagnozy potrzeb korekty sprawozdań finansowych w części prezentującej kapitały własne spółek. Słusznie stwierdza, że „*sprawozdanie finansowe jest dla inwestorów bezwzględnie najważniejszą częścią raportu rocznego*” (s. 215). Na tym tle określa założenia koncepcji zmian zakresu informacji o kapitałach własnych. Bazuje tu

zarówno na własnych badaniach, teorii ekonomii jak i wytycznych wynikających z dyrektywy unijnej. Wskazuje także na zagrożenia dla jakości sprawozdań finansowych wynikające z implementacji zapisów dyrektywy do polskiego systemu prawnego (s. 234). Koncepcje zmian w jakości prezentacji kapitałów własnych Autor oparł na dwóch sprawozdaniach: bilansie i rachunku zysków i strat. Przedstawiona koncepcja jest spójna, logiczna i poparta wynikami badań. Autor prezentuje propozycje zmian w poszczególnych kategoriach kapitałów, a następnie ujmuje całościowo obraz kapitałów własnych w bilansie spółki z rynku NewConnect (tab. 5.23, s. 247) oraz w rachunku zysków i strat (tab. 5.25, s. 254). Wprowadza własne pozycje np. „kapitał zakładowy wtórny”. Należy bardzo wysoko ocenić przedstawioną przez Autora koncepcję. Jej praktyczne zastosowanie ukazałoby pełniejszy obraz kapitałów własnych spółek notowanych na rynku NewConnect.

Zakończenie pracy stanowi zbiór wniosków potwierdzających postawione we wstępie hipotezy oraz systematycznie ujęcie wyników przeprowadzonych badań empirycznych.

IV. Ocena formalna dysertacji (warsztat naukowy i poziom edytorski)

Formalna strona pracy nie nasuwa poważniejszych zastrzeżeń. Praca jest bardzo starannie opracowana i – pomimo objętości – logicznie uporządkowana. Z obowiązku recenzenta należy zasygnalizować niektóre usterki natury formalnej np:

- zwrot „spółki akcyjne nadają się głównie ...” (s. 55) – niefortunny skrót myślowy
- zwrot „kluczowym wskaźnikiem sytuacji finansowej spółki publicznej jest ... wartość kapitałów własnych” jest niepoprawny; winno być „kluczowym wyznacznikiem ...” (s. 268);
- brak rysunku 5.5 na str. 218.

Należy pokreślić, że praca napisana została dobrym językiem. Praktycznie nie występuje zjawisko (częste w wielu opracowaniach) personifikacji rzeczy martwych tj. tabel, wykresów, rysunków.

V. Uwagi dyskusyjne

Dociekania naukowo-badawcze mgr. Mirosława Adamczyka należy ocenić ze wszech miar pozytywnie. Jednak z obowiązku recenzenta bardzo proszę o odniesienie się Doktoranta do dwóch aspektów.

1. Już we wcześniejszych częściach recenzji wskazywano na kategorie kosztu kapitału.

W opinii recenzenta, aby określić, wpływ jakości prezentacji kapitałów własnych w

sprawozdaniach finansowych spółek z rynku NewConnect na decyzje finansowe inwestorów należy wskazać na znaczenie kosztu kapitału własnego jako czynnika warunkującego decyzje inwestora. Bardzo proszę Pana mgr. Mirosława Adamczyka o ustosunkowanie się w czasie obrony do istoty kategorii kosztu kapitału własnego zarówno wewnętrznego (niepodzielone zyski) jak i zewnętrznego (nowa emisja akcji).

2. Drugie zagadnienie dotyczy kategorii podatków. Bardzo proszę o ustosunkowanie się do problemu roli podatków w procesie pozyskania nowego zewnętrznego kapitału własnego (podatkowe aspekty kosztu emisji nowych akcji zwykłych).

VI. Konkluzja

Podsumowując recenzowaną rozprawę doktorską należy zauważyć, że jak każda praktycznie praca naukowa, nie jest ona wolna od pewnych słabości, niektóre sformułowania mogą budzić wątpliwości, lekturze niektórych fragmentów może towarzyszyć pewien niedosyt. Należy jednak podkreślić, że w dysertacji Autor wykazał się dobrym opanowaniem warsztatu naukowego, dobrą znajomością literatury przedmiotu, umiejętnościami doboru materiału empirycznego i prezentacji materiału do analiz, wnikliwą oceną i trafnością formułowanych wniosków.

Kończąc jeszcze raz pragnę podkreślić walory aplikacyjne pracy. Autor rozprawy zaprezentował rozwiązanie ważnego problemu praktycznego współczesnych finansów i rachunkowości dotyczącego rzetelności informacji przedstawionych w sprawozdaniach finansowych spółek z rynku NewConnect w zakresie kapitałów własnych, która jest podstawą decyzji finansowych inwestorów.

W związku z tym i w zgodzie z obowiązującymi przepisami Ustawy o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (art. 13 ust. 1) stwierdzam, że rozprawa doktorska pt. „*Optymalizacja zakresu informacji o kapitałach własnych w sprawozdaniach finansowych spółek rynku NewConnect*” napisana przez mgr. Mirosława Adamczyka spełnia wymogi stawiane pracom doktorskim i może być dopuszczona do kolejnych etapów postępowania o nadanie stopnia naukowego doktora nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse. Upoważnia mnie to do wystąpienia do Rady Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego o jej przyjęcie i dopuszczenie do publicznej obrony.

