

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Kolegium Ekonomii, Finansów i Prawa
Katedra Rachunkowości Finansowej
ul. Rakowicka 27
31-510 Kraków

Opinia nt. dorobku Pana dr. Artura Sajnóga w związku z ubieganiem się
o uzyskanie stopnia naukowego
doktora habilitowanego nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse
przygotowana na zlecenie
Rady Naukowej Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Łódzkiego

Uwagi wstępne

Pan Artur Sajnóg (ur. 1979) uzyskał stopień doktora nauk ekonomicznych w zakresie ekonomii dnia 12 kwietnia 2010 r. w Uniwersytecie Łódzkim, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny. Wniosek Habilitanta o przeprowadzenie postępowania habilitacyjnego datowany jest na 8 lutego 2021 roku. Rada Naukowa Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Łódzkiego w dniu 17 maja 2021 powołała siedmioosobową komisję habilitacyjną w postępowaniu o nadanie stopnia habilitowanego Panu dr. Arturowi Sajnógowi w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse. Wynika z tego, że dorobek podlegający ocenie dotyczy okresu obejmującego lata 2010 do 2021, co oznacza jedenaście lat. Radę Naukową Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Łódzkiego przekazała dokumentację obejmującą następujące pozycje:

1. Wniosek wraz z danymi wnioskodawcy oraz kopią dokumentu potwierdzającego posiadanie stopnia doktora nauk ekonomicznych;
2. Główne osiągnięcie habilitacyjne w formie monografii pt. „Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych”;
3. Autoreferat w języku polskim i angielskim;

4. Wykaz osiągnięć naukowych lub artystycznych, stanowiących znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny;
5. Oświadczenia współautorów;
6. Wybrane artykuły naukowe.

Zgodnie z obecnymi przepisami ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, a w szczególności art. 219 należy zaznaczyć, że stopień doktora habilitowanego nadaje się osobie, która m.in. posiada w dorobku osiągnięcia naukowe albo artystyczne, stanowiące znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny. W przypadku tego wniosku dotyczy to dyscypliny ekonomia i finanse, a jako główne dzieło podlegające ocenie została przedstawiona monografia naukowa pt. „Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych” wydana nakładem Wydawnictwa Uniwersytetu Łódzkiego. Ustawa precyzuje, że monografia powinna być opublikowana przez wydawnictwo, które w roku opublikowania powinno być ujęte w wykazie sporządzonym zgodnie z odpowiednimi przepisami (art. 267 ust. 3 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce). Warunek ten jest spełniony, bo w roku 2020 Uniwersytet Łódzki znajduje się na liście na pozycji 496 z unikatowym identyfikatorem 59 400.

Należy zaznaczyć, że oceniając dorobek habilitanta można odnosić się również do poradnika przygotowanego przez Radę Doskonałości Naukowej, która ma jednak charakter niewiążących prawnie interpretacji i wyjaśnień, które na ten moment nazwałbym kodeksem dobrych praktyk.

Przechodząc do oceny głównego dzieła Habilitanta chciałem się podzielić moją ogólną uwagą dotyczącą wyboru tematyki. Z dużym uznaniem przyjąłem do wiadomości, że Habilitant podjął się badania bardzo trudnego tematu użyteczności wyniku całkowitego w porównaniu do użyteczności wyniku finansowego. Jest to obszar, który nie tylko na gruncie polskim, ale i również międzynarodowym nie jest dostatecznie uporządkowany, co wynika nie tylko z braku odpowiedniej jakości badań empirycznych, ale bardziej z uporządkowania terminologicznego w zakresie regulacji MSR/MSSF oraz braku odpowiedniej podbudowy teoretycznej. Jak dotąd w literaturze przedmiotu trudno znaleźć jasne i przejrzyste wytłumaczenie na gruncie teoretycznym czym się różni wynik finansowy netto od wyniku całkowitego. Oczywiście są różne koncepcje, które proponują pewną linię argumentacji, co zresztą zostało zaprezentowane w monografii, jednak dyskusja wciąż jest żywa, a zaprezentowaną monografią uważam za ważny głos w tej debacie na gruncie polskim. Mamy zatem dwie księgowy miary zysku ekonomicznego: wynik finansowy netto oraz wynik

całkowity, które są prezentowane w sprawozdaniu finansowym. W sposób naturalny powstaje wiele pytań takich jak powinniśmy je interpretować, czy też który z tych wyników jest bardziej użyteczny dla inwestorów? Reasumując, wybór tematu oceniam bardzo pozytywnie, a samą pracę bardzo potrzebną dla dalszych badań naukowych, ale również dla praktyki gospodarczej.

Monografia składa się z siedmiu rozdziałów, z czego pierwsze dwa mają charakter typowo teoretyczny, natomiast kolejnych pięć rozdziałów stanowi empiryczną analizę problemu. Jest to dosyć nietypowe podejście w przypadku monografii habilitacyjnych, i w tym przypadku punkt ciężkości jest mocno przesunięty na część empiryczną. Jest to już widoczne we wstępie, gdzie Autor anonsuje aż sześć hipotez badawczych, co oznacza bardzo ambitny i szeroko zakrojony plan badawczy.

Pierwszy rozdział dotyczy rzeczy fundamentalnych w ekonomii, czyli pojęcia kapitału i zysku ekonomicznego. Rozdział ten rozpoczyna się od wstępu, gdzie Autor nakreśla cele rozdziału, oraz wskazuje czego można się w nim spodziewać. Jest to praktyka stosowana w artykułach naukowych i oceniam ją bardzo pozytywnie. Podobne podejście jest stosowane w każdym z następnych rozdziałów. Wpływa to pozytywnie na uporządkowanie treści i ułatwia czytelnikowi poruszanie się po tekście oraz jego rozumienie. W rozdziale pierwszym Autor przedstawia różne poglądy i definicje kapitału w ujęciu historycznym i bardziej współczesnym. Sposób przedstawiania poszczególnych zagadnień i ich porządkowanie oceniam pozytywnie. Szczególnie podobać się może synteza poglądów różnych przedstawicieli myśli ekonomicznej na temat kapitału zaprezentowana w tabeli 1.1, gdzie Autor w przekroju poszczególnych nurtów przedstawił koncepcje lub poglądy na temat kapitału największych ekonomistów w historii. W przypadku tego typu rozważań teoretycznych Habilitanci często spotykają się z zarzutem, że jedynie przytaczają poglądy innych, natomiast sami nie wnoszą nic więcej do nauki, poza zebraniem i uporządkowaniem wiedzy. W tym przypadku, można wskazać pewien wkład Habilitanta, który jest widoczny na Rysunku 1.1, gdzie zaproponowano klasyfikację koncepcji kapitału na koncepcje materialistyczne (rzeczowe), funduszowe (rachunkowe i pieniężne), procesowe (czynnościowe) oraz dochodowe (rentierskie i pieniężne). Jest to dla mnie ważna przesłanka wskazująca, że nawet w tak fundamentalnej dla ekonomii problematyce, jaką jest pojęcie kapitału Habilitant jest w stanie zaproponować coś własnego i wartościowego. Dalej, Autor również przedstawia funkcjonujące w literaturze definicje kapitału, w których można znaleźć zarówno polskich, jak i zagranicznych autorów. Podobnie, bez większych zastrzeżeń, zaprezentowano w dalszej części rozdziału teoretyczne ujęcie zysku, jego główne kategorie, oraz inne pokrewne kategorie ekonomiczno-finansowe.

Oceniając pierwszy rozdział stwierdzam, że brakuje tutaj wyraźniejszego wskazania, że wynik finansowy jest księgową miarą zysku ekonomicznego. Miara ta może być lepsza lub gorsza, w tym sensie, że może lepiej lub gorzej pokazywać zysk ekonomiczny, a na tym polega jakość tej miary w sensie koncepcyjnym. Również kapitał własny wykazywany w bilansie należy traktować jako księgową miarę kapitału ekonomicznego. Zatem rozważania powinny wyraźniej nakreślać te dwa wymiary ekonomiczny i księgowy, gdzie księgowość jest system pomiaru wielkości ekonomicznych. Drugim elementem, który pozostawia pewien niedosyt jest brak własnej, krytycznej oceny Autora, czy wypracowane przez świat nauki definicje kapitału i zysku ekonomicznego są wystarczające dla dalszych badań, a zwłaszcza dla praktyki gospodarczej (np. sprawozdawczości finansowej). Moim zdaniem nasz aparat definicyjny w zakresie pojęci kapitału i zysku ekonomicznego nie jest doskonały. Uwagi te nie umniejszają ogólnie pozytywnej oceny pierwszego rozdziału. Na obronę Habilitanta mogą wskazać, że na początku drugiego rozdziału zostało bardzo wyraźnie wskazane, że „wynik finansowy w zasadniczym znaczeniu można określić jako księgową miarę zysku jednostki gospodarczej”. Zatem Habilitant dostrzega te kwestie i moim zdaniem powinien je wyraźniej wyeksponować w pierwszym rozdziale. Nie umniejsza to jednak mojej wysokiej oceny pierwszego rozdziału.

Rozdział drugi, podobnie jak pierwszy, rozpoczyna się od wstępu, gdzie Autor nakreśla cele rozdziału oraz plan swoich rozważań. Autor w sposób poprawny porządkuje koncepcje zysku przedsiębiorstwa, a rozważania mają charakter przeglądu literaturowego. Zdecydowanie pozytywnie oceniam przedstawienie dyskursu pomiędzy koncepcją bieżącego zysku operacyjnego a koncepcją zysku całkowitego. Jest to w pewnym sensie fundament teoretyczny problemu rozróżnienia wyniku finansowego netto oraz wyniku całkowitego (w wymiarze rachunkowości). Rozważania mają tutaj, ze swej natury, bardziej charakter odtwórczy i w wielu miejscach odnoszą się do regulacji rachunkowości lub prac innych autorów. Także, moim zdaniem, nie można z tego czynić zarzutu. Problematyka została przedstawiona w sposób przejrzysty i zrozumiały. Być może trochę brakowało w tym rozdziale więcej własnych lub bardziej wyraźnych opinii Autora, np. w odniesieniu do obecnych regulacji, czy też sposobu ich stosowania.

Rozdział trzeci wprowadza pojęcie jakości informacyjnej wyniku całkowitego. Rozważania rozpoczynają się od zdefiniowania pojęcia jakości informacji oraz polityki informacyjnej spółek giełdowych. W rozdziale tym sformułowano pierwszą hipotezę badawczą (s.77), która zakłada, że w praktyce sprawozdawczej spółek giełdowych w Polsce występuje rozbieżność w zakresie formy prezentacji wyniku całkowitego, co obniża wartość informacyjną

tej kategorii ekonomicznej. Co do pierwszego członu hipotezy, dotyczącej różnorodności, to oceniam ją pozytywnie, natomiast mam wątpliwości co do ostatniego członu dotyczącego wartości informacyjnej. Nie do końca jestem przekonany, że z przedstawionych w rozdziale trzecim badań empirycznych wynika, że rozbieżność w zakresie formy prezentacji wyniku całkowitego prowadzi bezpośrednio do obniżenia jej wartości informacyjnej. Należy pamiętać, że nawet na średnio rozwiniętych rynkach kapitałowych funkcjonują analitycy finansowi, czy też względnie łatwo dostępne bazy danych, które zajmują się przetwarzaniem informacji prezentowanych w sprawozdaniach finansowych, i tutaj problem wartości informacyjnej bardziej dotyczy poziomu ujawnień i jakości informacji sprawozdawczej, niż formy prezentacji.

Odnosząc się do kwestii bardziej szczegółowych, chciałbym zauważyć, że w nielicznych fragmentach przydałaby się większa precyzja sformułowań. Przykładowo na str. 86 Autor stwierdza, że, „...przyjmując za Stephenem Brownem i Stephenem Hillegeistem można uznać jednak za częstsze występowanie niekorzystnej korelacji między jakością informacji a poziomem asymetrii, którą należy tłumaczyć niższym kosztem kapitału...”. Zasadniczo korelacja oznacza statystyczny związek pomiędzy dwoma zmiennymi i może ona być dodatnia lub ujemna oraz słaba/niska/umiarkowana/wysoka/pełna, natomiast nie do końca rozumiem, co oznacza korelacja „niekorzystna” (dla kogo?). Ogólnie zdanie to zostało napisane dosyć niefortunnie i nie do końca jasno wynika z niego jaki jest związek pomiędzy poziomem asymetrii, jakością informacji i kosztem kapitału. Ogólnie oczekiwałbym takiego związku, że niska jakość raportowanych wyników księgowych zwiększa poziom asymetrii informacyjnej, a to z kolei wpływa na podwyższenie kosztu kapitału.

Podobnie na str. 99 Autor wskazuje „Zakres obowiązywania międzynarodowych regulacji dotyczących sprawozdawczości finansowej jest odmienny w różnych krajach, Wiele z nich przyjęło MSR jako krajowy standard rachunkowości...”. Tutaj byłoby dobrze wskazać, jakie to są kraje. Według mojej wiedzy regulacje MSR/MSSF są adresowane do dużych jednostek, głównie spółek giełdowych, banków i ubezpieczycieli (tzw. jednostki zainteresowania publicznego). Jest co prawda międzynarodowy standard adresowany dla małych i średnich przedsiębiorstw, natomiast został on (i inne standardy) wprowadzony do stosowania w pełni w Republice Południowej Afryki. Także przeważnie dla pozostałych jednostek (poza spółkami giełdowymi) większość krajów stosuje swoje własne regulacje rachunkowości, które pewnie w różnym zakresie ewoluują w kierunku koncepcji i zasad zawartych w MSR/MSSF, a zjawisko to jest określane mianem harmonizacji zasad

rachunkowości, w odróżnieniu od standaryzacji, co oznacza przyjęcie do krajowych regulacji standardów MSR/MSSF.

Jeśli chodzi o zdefiniowanie pojęcia jakości wyników księgowych (czy to wyniku finansowego, czy to wyniku całkowitego), to rozważania przedstawione w monografii zostały przedstawione zasadniczo poprawnie od strony merytorycznej. Jedyne czego mi tutaj brakuje, to brak zauważenia, że na jakość raportowanych księgowych wyników składają się dwa komponenty:

- Komponent fundamentalny, jak to określa m.in. Dechow i in. (2010)¹ lub „wrodzony” (Francis i in., 2006)² – który to komponent jakości wynika z modelu biznesowego jednostki gospodarczej, jego środowiska, cech specyficznych. Czynniki te zmieniają się w czasie powoli i stopniowo.
- Jakość systemu rachunkowości i sprawozdawczości finansowej jednostki – czynnik ten może zmieniać się szybciej, zależy od uznaniowej woli zarządu jednostki (np. oszacowania księgowe, profesjonalny osąd itd.), może zależeć m.in. od stosowanych regulacji rachunkowości (np. MSR/MSSF a ustawa o rachunkowości), jakości audytu, nadzoru właścicielskiego, audytu wewnętrznego itd.

Zatem możemy sobie wyobrazić taką sytuację, że jednostka charakteryzuje się powtarzalnym, stabilnym i dodatnim wynikiem finansowym, i komponent ten będzie wysokiej jakości, ale jakość systemu rachunkowości będzie niska (np. w sprawozdaniu finansowym będzie mała liczba ujawnień) i przez to np. inwestorzy będą wymagać wyższej stopy zwrotu, co oznacza wyższy koszt kapitału. Rozróżnienie to jest istotne, bo wskazuje, że np. wybór regulacji rachunkowości, jakość nadzoru właścicielskiego (w tym jakość rewizji finansowej) oraz inne elementy mają wpływ na jakość raportowanych wyników księgowych w ujęciu całościowym.

Na stronie 109 Autor stwierdza, że ważnym „...aspektem różnicującym w praktyce sprawozdawczości finansowej podmiotów prezentujących wynik całkowity są kwestie ujmowania podatku dochodowego od poszczególnych kategorii pozostałego wyniku całkowitego...” i dalej „co ciekawe, niektóre z podmiotów używały także innej nomenklatury prezentując określenie podatek odroczone”. Uważam ten fragment za nieco niefortunne

1 P. Dechow, Ge W., Schrand C. (2010), Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences, "Journal of Accounting and Economics", vol.50, s. 344-401.

2 J. Francis J., Olsson P., Schipper K. (2006), Earnings quality, "Foundations and Trends in Accounting", Vol. 1, Issue. 4, s.1-85.

przedstawienie ważnego problemu, bo potencjalnie może wskazywać, że Autor niedostatecznie wyraźnie rozróżnia pojęcia kategorii podatku dochodowego (tzw. podatek bieżący) i odroczonego podatku dochodowego, które są uregulowane w MSR 12.

Za bardzo ciekawe i wartościowe uważam wyniki badań wstępnych w zakresie praktyki prezentacji sprawozdań finansowych przez spółki giełdowe w Polsce zaprezentowane w pkt. 3.5. Wyniki tych badań mogą się wydawać mało „spektakularne”, bo z ich osiągnięciem nie wiąże się zastosowanie metod statystycznych, jednak należy mieć świadomość, że badania te prawdopodobnie zostały poprzedzone żmudnym, ręcznym zbieraniem danych, gdyż według mojej wiedzy, nie ma baz danych, z których można byłoby w sposób automatyczny pobrać tego typu dane.

Dalsze rozważania zaprezentowane w rozdziale trzecim dotyczą problemu, który określam jako „geografia prezentacji sprawozdania finansowego”, czyli pytanie, czy miejsce i szczegółowość prezentowania danych ma wpływ na decyzje podejmowane przez inwestorów. W tych rozważaniach bardzo istotnym aspektem jest poziom rozwoju instytucjonalnego rynku kapitałowego, jego efektywność informacyjna oraz ilość analityków i ich zdolności analizy. Przykładowo amerykański rynek kapitałowy jest uznawany pod wieloma względami za najbardziej rozwinięty i różne badania wskazują, że miejsce prezentacji informacji w sprawozdaniu finansowym nie ma znaczenia, bo analitycy i inwestorzy są w stanie samodzielnie przetworzyć informacje. Założenie to nie jest natomiast zasadne w przypadku rynków słabiej rozwiniętych, a takim prawdopodobnie jest polski rynek kapitałowy. Przydałoby się zatem w pracy odnieść, nawet skrótowo do tego problemu. Oczywiście problem ten byłby bardziej istotny w przypadku badania przeprowadzonego na więcej niż jednym kraju, jednak nadal uważam, że czynnik ten może być istotny dla otrzymanych przez Autora wyników.

Za cenne uważam również wyniki badań zaprezentowane w pkt. 3.6, gdzie Autorowi udało się stwierdzić, że w niektórych obszarach praktyka rachunkowości wykształciła wspólne pojęcia terminologiczne, jak np. w przypadku całkowitego dochodu, jako najpowszechniej stosowanego terminu dla *comprehensive income*, czy też w nieco mniejszym zakresie sprawozdanie z całkowitego dochodu (odpowiednio tabela 3.11 oraz 3.13), a w przypadku innych pojęć istnieją nadal duże rozbieżności, a w szczególności w odniesieniu do określania składników pozostałych całkowitych dochodów. Problem ten jest o tyle istotny, że dotyczy porównywalności sprawozdań, czyli, żeby w praktyce rachunkowości dane pojęcie było określane w ten sam sposób i miało ten sam zakres znaczeniowy.

Powyższe uwagi mają charakter bardzo szczegółowy i nie umniejszają mojej wysokiej oceny rozdziału trzeciego, który całościowo uważam za bardzo wartościowy.

Rozdział czwarty przedstawia analizę komparatywną wyniku całkowitego i wyniku finansowego. Habilitant na początku rozdziału (s.140) przedstawia drugą hipotezę badawczą zakładającą, że „w odniesieniu do spółek giełdowych w Polsce wartość wyniku całkowitego cechuje większa zmienność niż wartość wyniku finansowego netto, co ogranicza użyteczność tego miernika dla podmiotów rynku kapitałowego.” Podobnie, jak w poprzedniej hipotezie mam wątpliwości, czy większa zmienność wyniku całkowitego automatycznie oznacza mniejszą użyteczność. W hipotezie w zupełności wystarczyłby ten pierwszy człon odnoszący się do zmienności. Ponadto, wydaje mi się, że Autor w hipotezie niepotrzebnie wskazuje próbę badawczą. Zasadniczo w nauce szukamy zależności o charakterze ogólnym. Spółki giełdowe w Polsce są próbą badawczą, a wnioskowanie statystyczne pozwala na uogólnianie wyników na szerszą populację, oczywiście z pewnymi ograniczeniami.

Na początku rozdziału czwartego Autor przedstawił analizę literaturową odnoszącą się do wad i zalet każdej z tych miar zysku ekonomicznego, z większym naciskiem na tę pierwszą. Autor pod koniec pkt. 4.1 przedstawia, co prawda syntetyczne, ale własne stanowisko w tej sprawie. Habilitant słusznie zauważa oczywisty fakt, że składniki pozostałych całkowitych dochodów są elementem różnicującym wynik całkowity i wynik finansowy oraz przedstawia stanowiska różnych badaczy w odniesieniu do tej pozycji. Również w sposób bardzo sprawny i przejrzysty przeprowadzono badania literaturowe dotyczącą zdolności predykcyjnych wyniku całkowitego oraz przedstawiono ich syntezę w tabeli 4.5. W pkt. 4.4 przedstawiono analizę zmienności wyniku finansowy i wyniku całkowitego. Jest to czynione dla całej grupy spółek, które wykazują jakiegokolwiek pozycje pozostałych całkowitych dochodów (OCI) i tutaj nie mam większych zastrzeżeń, poza jednym. Moim zdaniem bardziej właściwe byłoby zbudowanie miary zmienności w ramach danej spółki za lata, a dopiero później porównanie zmienności wyniku finansowego i wyniku całkowitego. Ewentualnie można byłoby rozważyć zbudowanie miary zmienności dla danej obserwacji spółka-rok, np. poprzez zastosowanie miary wygładzania zysków (z ang. *earnings smoothing*) i na tej podstawie prowadzenie dalszego wnioskowania statystycznego. Zmienność jest rozumiana w literaturze, jako pewien statystyczny atrybut księgowej miary zysku ekonomicznego, w tym przypadku wyniku finansowego netto oraz wyniku całkowitego, ale na poziomie danej jednostki sprawozdawczej, a nie całej populacji. Tym bardziej, że w próbie badawczej, jak dobrze rozumiem, znajdują się spółki o różnej wielkości, o zastosowane wielkości wynikowe (wynik finansowy netto oraz wynik całkowity) nie są skalowane (deflatowane), czyli

są porównywane, rzeczy nie do końca porównywalne (np. bardzo duże spółki z małymi). Reasumując, rozdział czwarty oceniam umiarkowanie pozytywnie ze względu na powyższe uwagi.

W rozdziale piątym Autor podejmuje próbę zbadania użyteczności wyniku całkowitego dla beneficjentów sprawozdań finansowych za pomocą badania jakościowego. Na początku pewne zastrzeżenie budzi termin beneficjent i moje wstępne spostrzeżenie jest takie, że bardziej trafnym terminem byłby „interesariusz” (z ang. *stakeholder*), lub po prostu użytkownik, które to terminy częściej są stosowane w literaturze. Zasadniczo w swoim badaniu Habilitant dokonuje analizy opinii inwestorów indywidualnych, inwestorów instytucjonalnych oraz analityków giełdowych, zatem nawet termin „inwestorzy” mógłby również być brany pod uwagę. Nie jest to jednak bardzo istotne zastrzeżenie i zasadniczo termin beneficjent może być również akceptowalny.

Habilitant w rozdziale piątym formułuje swoją trzecią hipotezę badawczą, która zakłada, że (s.178) „wynik całkowity, w porównaniu do z wynikiem finansowym netto, nie stanowi dla beneficjentów sprawozdań finansowych w Polsce istotnej informacyjnie i użytecznej w podejmowaniu decyzji miary”. Prezentowane w tym rozdziale badania empiryczne są o tyle istotne, iż pokazują sens sporządzania sprawozdań finansowych, czyli odpowiadają na pytanie jak bardzo konkurencyjne jest sprawozdanie finansowe w stosunku do innych źródeł informacji wykorzystywanych przez użytkowników. Z tego względu zaprezentowane wyniki uważam za ważne, chociaż zachęcam w przyszłości do dalszych tego typu badań i znaczącego poszerzenia próby badawczej, gdyż są one bardzo potrzebne. Wyniki Autora wskazują, że w przypadku polskiego rynku kapitałowego sprawozdania finansowe są istotnym źródłem informacji, z których użytkownik zazwyczaj korzysta przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Należy pamiętać, że wyniki badań zaprezentowane w pkt. 5.6 dotyczą postrzeganej użyteczności wyniku całkowitego, wyniku finansowego netto oraz względnej użyteczności. Autor umiejętnie skonstruował ankietę i na podstawie szerokiej próby badawczej otrzymał interesujące i bardzo interesujące wyniki. Być może aparat badawczy, czyli zastosowanie metod statystycznych było tutaj mocno ograniczone (np. badanie współzależności odpowiedzi), jednak otrzymane wnioski rekompensują ten niedostatek. Reasumując ocenę piątego rozdziału należy stwierdzić, że Habilitant wybrał dosyć nietypowe podejście do badania użyteczności wyniku całkowitego oraz wyniku finansowego netto, jednak jego badania są nowatorskie i wnoszą nową wiedzę co do rozumienia użyteczności tych dwóch miar przez najważniejszych interesariuszy sprawozdań finansowych. Z tego względu rozdział ten oceniam pozytywnie.

Rozdział szósty bada możliwość zastosowania wyniku całkowitego jako miary efektywności ekonomicznej. Habilitant formułuje czwartą hipotezę badawczą (s.230), która zakłada, że „wartość pozostałego wyniku całkowitego, będąca różnicą między wartością wyniku całkowitego i wyniku finansowego netto, nie wpływa w sposób istotny na rentowność spółek giełdowych w Polsce”. Z tą hipotezą mam pewien problem. Wydaje mi się, że bardziej precyzyjne byłoby wskazanie w hipotezie, że zdarzenia gospodarcze wykazywane na poziomie pozostałych całkowitych dochodów (OCI) nie wpływają w sposób istotny na rentowność. Pozostałe całkowite dochody są pewną miarą księgową, i sam sposób pomiaru nie wpływa na rentowność, która jest cechą specyficzną jednostki. Kolejne pytanie, dotyczące tej hipotezy, ale i również badań, czy chodzi o rentowność, czy też pomiar rentowności przez system rachunkowości. Zatem ponownie wracamy do rozróżnienia wymiaru ekonomicznego i księgowego (sprawozdawczego).

Autor w rozdziale szóstym zmienia podejście badawcze, bo estymuje miary rentowności na poziomie danej spółki (s.254), a w szczególności odchylenie przeciętne dla rentowności aktywów całkowitych liczonej na podstawie odpowiednio wyniku całkowitego oraz wyniku finansowego netto. Podejście takie uważam za bardziej właściwe, niż zastosowane wcześniej. Za wkład własny w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse można uznać zaprezentowany na rysunku 6.4 (s. 268) model, stanowiący swoistego rodzaju rozwinięcie modelu Du Ponta, z uwzględnieniem podziału na wynik całkowity oraz wynik finansowy netto. Czas pokaże, czy model ten znajdzie szersze zastosowanie w praktyce gospodarczej, jednak stanowi bardzo interesującą propozycję. Ciekawym podejściem zaprezentowanym w rozdziale szóstym jest zastosowanie metody granicznej analizy danych – DEA. Szkoda, że wnioski z badań bardziej odnoszą się do diagnozy, które sektory w badanym okresie były najbardziej lub najmniej rentowne, a w mniejszym zakresie do natury wyniku całkowitego oraz wyniku finansowego netto. Stanowią jednak interesującą propozycję w jaki sposób można dokonywać pomiaru rentowności jednostek gospodarczych m.in. za pomocą wyniku całkowitego.

Rozdział siódmy – ostatni wydaje się być najbardziej interesujący z tego względu, że miary księgowe (wynik całkowity i wynik finansowy netto) są odnoszone do informacji pochodzących z rynku kapitałowego. Badanie relacji pomiędzy wielkościami pochodzącymi ze sprawozdania finansowego i rynku kapitałowego uważam za jedno z najbardziej ciekawych i pasjonujących. Początek tego typu badań można doszukiwać się w latach 60-tych XX w., a za pionierskie prace należy uznać publikacje Balla i Browna z 1968 roku, oraz Beavera również z 1968 roku.

Na początku rozdziału Autor moim zdaniem wyczerpująco definiuje pojęcia wartości przedsiębiorstwa w różnych aspektach. W punkcie 7.4 Autor przedstawia swoją pierwszą część badań w tym rozdziale. Tytuł wskazuje, że będzie to tzw. istotność decyzyjna, a nazwa ta sugeruje, że będzie to atrybut wyniku finansowego znany z literaturze angielskojęzycznej jako *value relevance*. Tutaj chciałbym zwrócić uwagę Habilitanta na sformułowanie zawarte na s.281 oraz 303: „Celem tych badań była weryfikacja hipotez badawczych H₅ i H₆ głoszących, że kształtowanie się wyniku finansowego ...” – w literaturze polskojęzycznej pojęcie „kształtowania wyniku finansowego” jest określeniem odnoszącym się do pojęcia *earnings management*, czyli jeszcze innego aspektu jakości wyniku finansowego. Chodzi tutaj o pewną ostrożność w stosowaniu pojęć. Analizując już same hipotezy badawcze mam również w tym przypadku małe zastrzeżenia. Otóż hipoteza H₅ zakłada, że „kształtowanie się wyniku finansowego spółek giełdowych w Polsce ma większy wpływ na ich wycenę rynkową niż wartość generowanego przez nie wyniku finansowego netto” i tutaj nie mam większych zastrzeżeń, poza tym w jaki sposób będzie mierzona siła oddziaływania. Natomiast ostatnia hipoteza H₆, zakłada, że „wynik całkowity w zestawieniu z wynikiem finansowym netto, ma większą wartość predykcyjną w zakresie przyszłych rezultatów finansowych w ujęciu memoriałowym i kasowym oraz w odniesieniu do przyszłej wartości rynkowej wspomnianych spółek”. W hipotezie tej jedna wielkość (parametr modelu) na tle drugiej jest odnoszona do aż trzech parametrów (wyniki w ujęciu memoriałowym, kasowym oraz wartości rynkowej). Weryfikacja tej hipotezy oraz interpretacja wyników już w momencie postawienia tej hipotezy wydaje się być dosyć skomplikowana.

Mimo zaanonsowania w tytule punktu 7.4 badania istotności decyzyjnej Autor w dalszej części bada trwałość wyniku finansowego (z ang. *earnings persistence*). Są to pojęcia podobne, jednak oznaczają nieco inne atrybuty wyniku finansowego netto (lub też wyniku całkowitego). W szczególności trwałość (tzw. *earnings persistence*) nie jest elementem składowym istotności decyzyjnej (tzw. *value relevance*). Każda z tych miar jest pewnym ilościowym aspektem jakości wyniku finansowego. Co prawda wyniki badań empirycznych takich np. jak Dechow i in.³ wskazują, że miary te (i inne) w większości przypadków są wzajemnie i pozytywnie skorelowane, ale istnieją również wyjątki (jak np. wygładzanie zysków, która to miara zazwyczaj jest negatywnie skorelowana z większością innych miar jakości wyniku

3 P. Dechow P., W. Ge., C. Schrand (2010), Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences, "Journal of Accounting and Economics", vol.50, s. 344-401.

finansowego). Ponadto Kothari⁴ jak i również Lipe⁵ zauważają, że to właśnie trwałość jest jedną z najważniejszych determinant istotności decyzyjnej, co w pewnym sensie można uznać za argument wspierający linię argumentacji Habilitanta.

Autor na stronie 306 proponuje swoje autorskie rozwinięcie modelu badania trwałości wyniku finansowego. Pierwsza modyfikacja polega na zastąpieniu wyniku finansowego wskaźnikiem ROA – czyli skalowaniem przez sumę aktywów. Nie do końca się z tym zgadzam, gdyż parametr Beta powinien być liczony w ramach tej samej spółki w danym okresie czasu, zatem problem efektu skali tutaj nie występuje. Ponadto skalowanie zazwyczaj jest dokonywane w stosunku do sumy aktywów w poprzedniego okresu. Trwałość wyniku finansowego lub wyniku całkowitego jest atrybutem księgowej miary wynikowej specyficzną dla danej spółki i tak też powinna być estymowana. Druga modyfikacja polega na dekompozycji wyniku całkowitego na wynik finansowy netto i pozostałe całkowite dochody. Propozycję tę odbieram bardzo pozytywnie. Za wartościowy uważam wniosek z badań zawarty na stronie 308, który wskazuje, że pozycja pozostałych całkowitych dochodów (OCI) zmniejsza trwałość wyniku całkowitego w stosunku do wyniku finansowego netto.

W punkcie 7.4.3 Autor stara się zbadać związek pomiędzy wynikiem całkowitym a wartością rynkową spółek giełdowych. Autor w tej części pracy proponuje aż cztery modele, podczas, gdy moim zdaniem dwa w zupełności by wystarczyły, a pozostałe dwa (np. na podstawie EV, mogłyby być potraktowane jako test odporności / analiza wrażliwości wyników, tzw. *robustness test*). Ogólnie, jak rozumiem, Autor stara się zbadać, czy wartość księgowa kapitału własnego oraz wynik finansowy netto lub wynik całkowity są w stanie tłumaczyć wartość przedsiębiorstwa, dla której w modelowaniu przyjęto dwie miary: kapitalizacja giełdowa (MC) oraz całkowita wartość rynkowa (EV). Należy zaznaczyć, że rynkowa kapitalizacja jest wartością dla akcjonariuszy, podczas, gdy całkowita wartość rynkowa (EV) jest wartością dla wszystkich dostawców kapitału. Pewnie dlatego w przypadku modeli EV zmienna D/E jest istotna statystycznie, a zmienna DY nie jest oraz w przypadku modeli MC jest dokładnie na odwrót. Autor prezentuje wyniki z czterech modeli w sposób bardzo skrótowy i każdy z tych modeli posiada bardzo dużą moc (parametr R^2 każdego z modeli to prawie 0,80). Jednak przydałoby się przedstawić analizę post-estymacyjną modeli, czyli wykazać, że prezentowane modele są odporne na różne założenia, czyli np. test

4 Kothari S. P. (2001), Capital markets research in accounting, "Journal of Accounting and Economics", vol. 31, s.105-231.

5 Lipe R. (1990), The Relation Between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information, "The Accounting Review", Vol.65, No.1, s.49-71.

normalności reszt, czy też testowanie poprawności formy funkcyjnej modelu, sprawdzenie czy występuje problem heteroskedastyczności i in. Wyniki analizy regresji są argumentem empirycznym, i chodzi o to, aby argument ten był jak najbardziej przekonujący. W tabeli 7.17 można byłoby wskazać, czy analiza była dokonywana za pomocą regresji liniowej (OLS). Można ewentualnie byłoby rozważyć inne rodzaje regresji, np. regresję panelową, tym bardziej, że Habilitant dysponuje prawdopodobnie danymi panelowymi (firmy w latach, tzw. *firm-year observations*).

W pkt. 7.4.4 Autor podejmuje próbę pomiaru wartości predykcyjnej wyniku całkowitego. W literaturze przedmiotu wartość predykcyjna jest definiowana jako zdolność dotychczasowych wyników finansowych (czyli danych historycznych), w tym przypadku wyniku całkowitego, do przewidywania przyszłych wyników. Autor na stronie 337 podaje cztery formuły, gdzie przyszłe wyniki finansowe są szacowane na podstawie przeszłych. Habilitant stwierdza, że równania te „są zbieżne z analizą trwałości (zmienności) wyniku finansowego..”. Należy pamiętać, że miarę trwałości w tych formułach jest parametr Beta, natomiast w przypadku przewidywalności za jej miarę przyjmuje się pierwiastek z odchylenia standardowego błędu estymacji równania regresji⁶. Habilitant w punkcie tym przedstawia łącznie 14 modeli, co w rezultacie prowadzi do sytuacji w której, jak sam Autor stwierdza na s. 345, że „oszacowane parametry, stojące przy zmiennych kontrolnych świadczą o ich zróżnicowanym i różnokierunkowym wpływie na przyszłe rezultaty finansowe badanych spółek”. Podobnie jak poprzednio Autor przedstawia bardzo wiele wielowariantowych modeli, ale nie dokonuje diagnozy post-estymacyjnej, nie przedstawia żadnych testów poprawności żadnego z prezentowanych modeli. Moim zdaniem byłoby znacznie lepiej, gdyby Habilitant do każdej hipotezy z ostatniego rozdziału sformułował jeden model (np. w dwóch wariantach dla wyniku finansowego netto i wyniku całkowitego), dokonał testów diagnostycznych wykazując jego wiarygodność, a ewentualne pozostałe modele mógłby zastosować jako analizę wrażliwości estymatorów na zmianę miary wielkości spółki np. zmiana kapitalizacji giełdowej (MC) na wartość rynkową przedsiębiorstwa (EV).

Ostatecznie Autor wykazał, że zarówno wynik finansowy netto, jak również wynik całkowity cechuje zdolność predykcyjna, z tym, że nie da się jednoznacznie przewidzieć przewagi jednej nad drugą.

Ogólnie ostatni rozdział, będący rozdziałem kluczowym w monografii, oceniam umiarkowanie pozytywnie. Autor podjął duży wysiłek i bardzo ambitny zamysł badawczy.

6 J. Francis J., Olsson P., Schipper K. (2006), Earnings quality, "Foundations and Trends in Accounting", Vol. 1, Issue. 4, s.44.

Moim zdaniem podszedł do tematu nieco zbyt obszernie i chciał zbadać zbyt dużo rzeczy na raz. Byłoby lepiej, gdyby skupił się na węższym zakresie, wybrał jeden aspekt jakości wyniku finansowego / całkowitego, np. trwałość lub wartość predykcyjną, i dokonał badania bardziej dogłębnego. Brakuje mi również na końcu szerszego porównania wyników otrzymanych przez Habilitanta z wynikami badań innych autorów, nawet jeśli te inne badania dotyczyły tylko wyników finansowych netto.

Dodatkowa uwaga szczegółowa: na 356 Autor stwierdza „Niepomyślnie zweryfikowano hipotezę H_3 , głoszącą, że wynik całkowity w porównaniu z wynikiem finansowym netto, nie stanowi dla beneficjentów sprawozdań finansowych w Polsce istotnej informacyjnie i użytecznej dla podejmowania decyzyjnej miary”. Należałoby bardziej precyzyjnie i syntetycznie dokonywać tego typu podsumowań. Do końca nie wiem co w tym kontekście oznacza słowo „niepomyślnie”. Czy to oznacza, że nie udało się znaleźć dowodów empirycznych na potwierdzenie tej hipotezy? Zakładam, że tak, ale bardziej na podstawie stwierdzenia zawartego na stronie 224. Autor w zakończeniu stwierdza, że zarówno wynik finansowy netto, jak i również wynik całkowity wykazują „korzystny” (pozytywny) i istotnie statystycznie wpływ na wartość rynkową oraz przyszłe rezultaty. Jednak, jak sam Autor wskazuje, wykazane „w monografii niedostatki wyniku całkowitego stawiają pod znakiem zapytania jego praktyczne zastosowanie w analizie ekonomicznej w porównaniu z wynikiem finansowym netto”. Moim zdaniem istnieje jeszcze jedna możliwość interpretacji wyników otrzymanych przez Habilitanta. Jak wynika z jego badań różnica pomiędzy wynikiem finansowym netto, a wynikiem całkowitym – czyli pozostałe całkowite dochody (OCI) jest tą pozycją, która negatywnie wpływa na jakość wyniku całkowitego. Zatem być może dzięki wyodrębnieniu składników OCI poza wynik finansowy netto, ten ostatni jest znacząco lepszej jakości (konceptcja czystej i brudnej nadwyżki, tzw. *clean and dirty surplus*).

Ogólnie stwierdzam, że mimo wskazanych powyżej uwag krytycznych i pewnych mankamentów, przedstawiona monografia stanowi istotny i znaczny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse. Habilitant porządkuje wiedzę na temat wyniku całkowitego, podejmuje próbę pomiaru w sposób ilościowy różnych aspektów wyniku całkowitego na tle wyniku finansowego netto, proponuje swoje autorskie rozwiązania w tym zakresie, prowadzi badania ankietowe, w wielu przypadkach bazuje na zebranych ręcznie danych, jak również pobudza do ożywionej dyskusji naukowej. Na uwagę zasługuje również podejście różnicujące spółki ze względu na przynależność sektorową, chociaż często również w badaniach innych autorów parametr ten jest bardzo często traktowany jako zmienna kontrolna. Mam nadzieję, że

przedstawione powyżej konstruktywne uwagi i komentarze zostaną wykorzystane w przyszłej pracy naukowej Habilitanta.

Ocena pozostałych osiągnięć naukowych po uzyskaniu stopnia doktora

Zgodnie z obecnymi przepisami ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, ocenie podlega jedynie główne osiągnięcie habilitacyjne, które w tym przypadku dotyczy monografii pt. „Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych”. Ocena tego osiągnięcia jest jedyną podstawą opinii na temat stwierdzenia **znacznego wkładu** w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse. Pozostałe osiągnięcia nie stanowiące osiągnięcia habilitacyjnego nie wpływają zatem na powyższą opinię. Ponieważ jednak w dokumentacji Habilitanta zostały zaprezentowane dodatkowe informacje, to poniżej zamieszczam mój krótki komentarz odnoszący się do pozostałych osiągnięć Habilitanta po uzyskaniu stopnia doktora.

Po uzyskaniu stopnia doktora Pan dr Artur Sajnog deklaruje łącznie 59 publikacji (wraz z prezentowaną monografią), co oznacza średnio pięć publikacji na rok. Na uwagę zasługują dwie publikacje w czasopiśmie uwzględnionym w bazie JCR, trzy w bazie Scopus i pięć w WoS. Analizując publikacje stwierdzam, że sześć z nich zasługuje na uwagę, gdyż one budują powyższą statystykę. Habilitant deklaruje, że jedna trzecia wszystkich publikacji została napisana w języku angielskim. Habilitant również opublikował swoje prace w wydawnictwie zagranicznym Springer. Publikacje są tematycznie ukierunkowane, i zostały zaliczone przez Habilitanta do trzech spójnych wewnętrznie nurtów: kształtowanie kapitału własnego spółek giełdowych, efektywność a wartość rynkowa spółek giełdowych oraz w końcu wykorzystanie wyniku całkowitego do oceny funkcjonowania spółek publicznych. Tematyka prac zogniskowana jest zatem wokół spółek giełdowych, pomiaru ich efektywności oraz wykorzystania do tego wyniku całkowitego. Nurty te w sposób naturalny prowadzą do rozważań zaprezentowanych w monografii, stanowiącej główne dzieło Habilitanta.

Ponadto Habilitant w roku 2019 był na krótkim stażu naukowym na uczelni zagranicznej. W okresie 11 lat Habilitant uczestniczył, w większości aktywnie, w 37 konferencjach, z czego ponad połowa (18) to konferencje międzynarodowe, a jedynie trzy to zagraniczne. Habilitant pełnił też funkcję promotora pomocniczego w dwóch przewodach, z czego jeden został już pomyślnie zamknięty. Na uwagę zasługuje również opieka nad studenckimi grantami naukowymi. Aktywność konferencyjną jest na dobrym poziomie, chociaż mogłaby być ona bardziej nastawiona na aktywny udział w konferencjach zagranicznych.

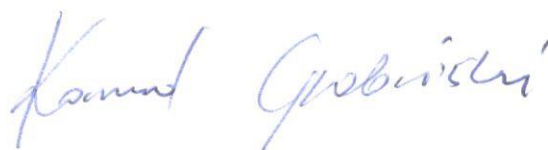
Habilitant był również aktywny w zakresie projektów naukowych, głównie w zakresie macierzystej uczelni oraz w jednym przypadku ze środków zewnętrznych (NCN). Nie jest to może duża aktywność, ale jest ona widoczna. Do działalności o charakterze naukowym zaliczyć można również recenzowanie artykułów naukowych, pełnienie członka komitetu redakcyjnego zagranicznego czasopisma naukowego i in. Pozostałą działalność naukową, poza prezentowaną monografią, oceniam pozytywnie.

Działalność dydaktyczna Habilitanta budzi moje duże uznanie, zwłaszcza biorąc pod uwagę liczne nagrody zdobyte w poszczególnych latach dla najlepszego wykładowcy przyznawane nie tylko w ramach macierzystej uczelni, ale i również przez podmioty zewnętrzne. Habilitant ciągle udoskonala swój warsztat dydaktyczny, co jest również widoczne w różnych szkoleniach, w których bierze udział. Pełni różne funkcje dydaktyczne i organizacyjne w swojej macierzystej uczelni i pod tym względem moja ocena jest bardzo wysoka.

Moją uwagę zwróciła również działalność popularyzatorska Habilitanta, udział w festiwalach nauki, aktywność w mediach regionalnych (TVP 3 Łódź), współpraca ze szkołami średnimi i in. Na podstawie zaprezentowanych we wniosku informacji, Pan dr Artur Sajnog, prezentuje się jako osoba bardzo aktywna na polu działalności naukowej, dydaktycznej i organizacyjnej.

Konkluzja końcowa

Po zapoznaniu się z dokumentacją wniosku habilitacyjnego Pana dr. Artura Sajnoga stwierdzam, że wskazane osiągnięcie naukowe, czyli monografia pt. „Wynik całkowity – jakość i użyteczność w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych” **stanowi znaczny wkład** w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse w świetle przesłanek unormowanych w art. 219 ust. 1, pkt 2-3 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce, i w związku z tym wyrażam **pozytywną** opinię w sprawie nadania Panu dr. Arturowi Sajnogowi stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse. Wnoszę zatem do Komisji Habilitacyjnej, a za jej pośrednictwem do Rady Naukowej Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Łódzkiego wniosek z pozytywną opinią o spełnieniu kryteriów uzyskania stopnia doktora habilitowanego.



Sporządzono w Krakowie dnia 4 sierpnia 2021 roku