

dr hab. Małgorzata Tarczyńska-Łuniewska, prof. US  
Uniwersytet Szczeciński  
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania  
Instytut Ekonomii i Finansów

### Ocena

pracy doktorskiej mgr **Jarosława Kamińskiego**

pt.: „*Wpływ ryzyka bazy kontraktów terminowych na efektywność hedgingu.*”

Po zapoznaniu się z treścią stwierdzam, że praca doktorska mgr Jarosława Kamińskiego jest wartościowym opracowaniem i mieści się w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Rozwój gospodarek, w tym rynków kapitałowych, warunkowany jest wieloma czynnikami. Uczestnicy rynku (indywidualni i instytucjonalni) poszukują skutecznych narzędzi związanych z działaniami podejmowanymi przez nich w ramach rynku. Działania te mogą dotyczyć zarówno procesu inwestowania, podejmowania decyzji związanych z działalnością gospodarczą, jak i działań zabezpieczających, związanych z identyfikacją i zarządzaniem ryzykiem. Rynek kapitałowy daje duże możliwości zastosowania różnego rodzaju instrumentów finansowych w tym zakresie. Z drugiej strony interesariusze rynku mogą wykorzystywać zróżnicowane rodzaje metod, pozwalających na ocenę opłacalności inwestowania, podejmowanych decyzji w ramach prowadzonej działalności, a także zarządzania ryzykiem, zabezpieczania przed ryzykiem czy identyfikacji ryzyka. Należy zaznaczyć, że w obszarze ryzyka, odnosi się to zarówno do kwestii związanych z inwestowaniem, jak i działaniami wynikającymi z funkcjonowania podmiotów gospodarczych (przed-

siębiorstw giełdowych i nie giełdowych) w gospodarce. Dla interesariuszy rynku ważnym elementem staje się umiejętne odczytywanie informacji i sygnałów płynących z rynku kapitałowego, czy z gospodarki, które mogą implikować konkretne ich zachowania, widoczne w kształtowaniu się cen instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie rynkowym. Wszystkie te elementy są także niezmiernie istotne dla przedsiębiorcy, jako uczestnika rynku, który wykorzystuje (lub zamierza wykorzystywać) instrumenty finansowe dla zabezpieczania się przed ryzykiem finansowym. Szczególnie kwestia zabezpieczenia przed ryzykiem finansowym jest ważna dla przedsiębiorstw prowadzących działalność obejmującą eksport – import towarów i usług.

Z szerokiego spektrum instrumentów finansowych mogących mieć zastosowanie w tym zakresie, na uwagę zasługują instrumenty pochodne. Instrumenty te, w pewnym sensie pozwalają na „aktywne” zabezpieczanie się przed ryzykiem. Jednak wybór odpowiedniego typu instrumentu lub przyjęcie strategii z wykorzystaniem wybranego instrumentu pochodnego wymaga odpowiedniego i gruntownego przygotowania przez użytkownika. Użytkownik powinien znać i rozumieć konstrukcję derywatu, w tym wady i zalety jakie dany instrument posiada. Elementy te dają podstawy do poprawnego kierunku wyboru konkretnego instrumentu finansowego (np. wybór: kontrakt terminowy czy opcja?), w konkretnej sytuacji rynkowej (np. wybór: arbitraż czy *hedging* w warunkach hossy/bessy?). Tym samym, już na początku użytkownik instrumentu pochodnego wpływa na ryzyko związane z jego zastosowaniem. W ostatnich latach obserwowane były sytuacje źle wykorzystanych instrumentów pochodnych lub nadużyć. Sytuacje te niestety sumarycznie wpłynęły negatywnie na ocenę funkcjonowania i ryzyko rynku kapitałowego, w tym bezpieczeństwo finansowe. Przykładem może być np. podejrzenie i śledztwo, prowadzone przez Komisję Europejską, a w 2013 roku ukaranie ośmiu instytucji finansowych, za udział w nielegalnych kartelach na rynku instrumentów pochodnych.

W ostatnich dekadach gospodarka rynkowa zmienia się dość dynamicznie. Na rynku widoczne są także zmiany w obszarze praktycznego zastosowania różnego typu instrumentów finansowych, w tym instrumentów pochodnych. W zasadzie można powiedzieć, że instrumenty pochodne przechodzą pewnego rodzaju „rene-

sans” w zakresie ich praktycznego wykorzystania. Wpływ na taki stan rzeczy ma także dojrzałość rynku kapitałowego i gospodarki, w której rynek taki funkcjonuje. Biorąc pod uwagę funkcjonowanie przedsiębiorstw i działalność związaną z importem – eksportem (towarów i/lub usług), zastosowanie instrumentów pochodnych może wpływać na ich konkurencyjność.

Koncentrując się na instrumentach pochodnych, a w szczególności na kontraktach terminowych ważnym elementem zarówno związanym z konstrukcją kontraktu i jego wykorzystaniem jest ryzyko bazy. Coraz częściej interesariusze rynku i użytkownicy kontraktów zwracają uwagę na ten element. Ryzyko tego typu jest związane z niedoskonałym zabezpieczeniem. W zakresie zabezpieczania przed ryzykiem mogą mieć zastosowanie strategie zabezpieczające typu hedging lub strategie arbitrażu. Ponadto biorąc pod uwagę ryzyko bazy wartym uwagi staje się konstrukcja portfela inwestycyjnego. Właściwa konstrukcja portfela pozwala na zabezpieczenie, a więc obniżenie ryzyka straty, w sytuacji niekorzystnej koniunktury na rynku giełdowym.

Poruszana w rozprawie doktorskiej problematyka jest dość dobrze udokumentowana w literaturze krajowej i światowej, badania z tego zakresu powinny być jednak prowadzone w sposób cykliczny. Ma to istotne znaczenie zarówno z punktu widzenia procesu inwestowania, jak i oceny stanu i poziomu rozwoju rynku giełdowego czy szerzej kapitałowego. Badania tego typu mają także ważne znaczenie, dla wykorzystania instrumentów pochodnych przez przedsiębiorców. Kontekst wykorzystania wyników badań zawarty w dysertacji ma charakter teoretyczny, co ma ważne znaczenie dla rozwoju dziedziny finansów, jak i praktyczny - dla interesariuszy rynku. Biorąc pod uwagę powyższe rozprawa doktorska przedłożona do oceny wpisuje się w aktualny nurt działań rynkowych oraz badań związanych z zastosowaniem instrumentów pochodnych, w szczególności kontraktów terminowych, w transakcjach zabezpieczających z wykorzystaniem strategii *hedgingu*.

Proponowany przez Autora temat dotyczący badania wpływu ryzyka bazy kontraktów terminowych na efektywność *hedgingu* należy uznać za istotny i warty rozprawy doktorskiej.

W pracy postawiono pewne zadania badawcze, co znalazło wyraz zarówno w obszarze części teoretycznej jak i empirycznej rozprawy. Doktorant w pracy zamierzał przeprowadzić badanie wpływu ryzyka bazy kontraktów terminowych na efektywność *hedgingu*. Ponadto Autor rozprawy założył powiązanie zagadnień ryzyka bazy kontraktów terminowych z problematyką efektywności zabezpieczeń. W tym kontekście w części teoretycznej rozprawy skoncentrowano się na aspektach teoretycznych osadzonych na gruncie literatury przedmiotu, a w części empirycznej przeprowadzono badanie związane z aspektami bazy kontraktów terminowych w strategiach zabezpieczających. Obszar badań dotyczył Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Celem pracy było: „przeprowadzenie wnikliwej analizy wpływu ryzyka bazy kontraktów terminowych na indeks WIG20 na efektywność *hedgingu* na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.”.

Można uznać, że cel pracy został sformułowany poprawnie, chociaż w pierwszym wrażeniu nie brzmi transparentnie. Niefortunne jest użycie wyrażenia „ (...) przeprowadzenie wnikliwej analizy (...)” Co Doktorant chciał słowem „wnikliwa” wyrazić? Z założenia przeprowadzana analiza powinna być „wnikliwa”, aby problem badawczy został zbadany i zgłębiony i aby tym samym osiągnąć cel badania. Podkreślanie „wnikliwości” analizy nie jest tym samym konieczne. Postawiony cel dysertacji potwierdzony został dość długim wstępem uwzględniającym m.in. zasadność wykorzystywania instrumentów pochodnych, informacji dotyczących ryzyka, strategii zabezpieczających czy ryzyka bazy. Brakuje jednak płynnego przejścia z treści wstępnej do celu i jego uzasadnienia. W tym zakresie, spójność treści wypukliłaby cel badania i samo znaczenie podjętej problematyki. Po postawieniu celu, Doktorant stwierdza, że „(...) omawiane zagadnienie wyduje się istotne z punktu widzenia opłacalności stosowania strategii zabezpieczających na polskim rynku kapitałowym”. Takie stwierdzenie nie jest płynnym w uzasadnieniu postawionego celu dysertacji. Raczej odnosi się globalnie do wyboru problematyki badawczej. Poza tym użycie w tym miejscu wyrażenia „wyduje się istotne” nie podkreśla ważności tematu. Ale jak sam Doktorant pisze i z treści pracy wynika, że podjęta problematyka ma ważne znaczenie i uzupełnia lukę badawczą. Reasumując cel rozprawy moż-

na uznać za zasadny, jednak powinien być on sformułowany jednoznacznie i precyzyjnie. Powinien też płynnie łączyć się z pozostałą częścią tekstu.

W rozprawie postawiono hipotezę główną, i pięć hipotez pomocniczych. Hipoteza główna została skonstruowana poprawnie. Hipotezy pomocnicze, albo są oczywiste, albo należało je inaczej sformułować, i tak:

1. „na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie obowiązuje zasada konwergencji cen terminowych (...)”. - obowiązuje nie jest poprawnym określeniem, oznacza bowiem, że skoro obowiązuje pewna zasada, to po co przeprowadzać weryfikację? W tym kontekście hipoteza została błędnie sformułowana.
2. „ryzyko bazy jest szczególnie istotne (...)”. - hipoteza została sformułowana poprawnie.
3. „wielkość bazy kontraktów terminowych stanowi dobry wskaźnik nastroju inwestorów”. - hipoteza jest oczywista. Hipoteza musi być weryfikowalna, stąd dobry, czyli jaki?
4. „od momentu, gdy Agencja FTSE Russel przekwalifikowała Polskę (...)” – w obecnym brzmieniu hipoteza jest oczywista, skoro zostaliśmy przekwalifikowani, to ryzyko jest porównywalne. Ryzyko rynku i ryzyko związane z instrumentami finansowymi jest jednym z czynników branych przy uwagę w procesie oceny rynków, w tym państw. W hipotezie jest koncentracja na ryzyku a w części empirycznej przeprowadzono w tym zakresie badanie. Należało hipotezę zapisać w inny sposób.
5. „w okresie od wprowadzenia na Giełdę Papierów Wartościowych kontraktów terminowych na WIG20 (...)”. – w obecnej formie zapisu hipoteza jest oczywista.

Sformułowany w rozprawie problem badawczy jest ważny w aspekcie teoretycznym jak i praktycznym. W ogólnej ocenie poprawnie zastosowano metody badawcze umożliwiające weryfikację postawionych hipotez oraz realizację celu głównego dysertacji. Rozprawa koncepcyjnie bazuje na wielu pracach i badaniach naukowych (krajowych i zagranicznych) ważnych dla analizowanej problematyki, co zostało także wskazane przez Doktoranta. Praca daje wrażenie nieco chaotycznej, pewne

kwestie należało też przedstawić bardziej syntetycznie. Sumarycznie należy ocenić pozytywnie nakład pracy badawczej Doktoranta ukierunkowany na realizację celu głównego rozprawy oraz weryfikację postawionych hipotez badawczych.

Strona metodologiczna pracy nie budzi zastrzeżeń. Doktorant poprawnie poradził sobie z problemami z zakresu przedmiotowej problematyki, istotnej z punktu widzenia celu głównego rozprawy. Praca zawiera bogatą listę cytowanych pozycji literatury, dokumentując tym samym istniejący stan wiedzy w zakresie tematu rozprawy. Dodatkowym elementem wynikającym z przeglądu literatury jest wskazanie istniejącej luki badawczej. Ponadto przegląd literatury uwzględnia wiele podejść i koncepcji oraz pozytywne i negatywne aspekty istniejących wyników badań. Brakuje jednak syntetycznego odniesienia i uporządkowania wyników badań związanych z ryzykiem bazy oraz elementów i sfer z tym związanych. Uporządkowanie i syntetyzacja znacznie podniosłyby walory dysertacji.

Treść pracy jest zgodna z tytułem pracy. Tytuły rozdziałów pracy są dostosowane do treści pracy. Ogólną konstrukcję pracy oceniam pozytywnie. Praca składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów, zakończenia, bibliografii, spisu tabel i spisu rysunków. Strukturę rozprawy można uznać za poprawną. Chociaż należało uniknąć rozdziałów o potrójnej numeracji, szczególnie tam, gdzie rozdziały te, co do objętości są krótkie. Wprowadzenie potrójnej numeracji nie poprawia czytelności pracy. Niektóre pod-podrozdziały są zbędne. Niektóre podrozdziały są zbyt długie w stosunku do pozostałych. Całość pracy jest dość obszerna (ponad 250 stron).

W pracy została wykorzystana bardzo liczna literatura krajowa i zagraniczna z zakresu tematycznego pracy obejmująca 400 pozycji, uwzględniając akty prawne i strony internetowe. Przy stronach internetowych, z których korzystano należało podać datę dostępu. Przeanalizowanie tak dużej ilości materiałów wymagało dużo czasu i zaangażowania Doktoranta.

Przeprowadzone badania zostały udokumentowane, a wyniki zamieszczono w rozdziale empirycznym. W ocenie sumarycznej, wyłączając wcześniejsze uwagi, kolejność poszczególnych rozdziałów odpowiada kolejności etapów badania naukowego podporządkowanych realizacji celu rozprawy i weryfikacji postawionych hipotez badawczych.

oty

Formalna strona pracy nie budzi zastrzeżeń.

Uwagi szczegółowe:

Rozdziały 1 - 5 są rozdziałami o charakterze teoretycznym. Rozdział 6 jest rozdziałem empirycznym, w którym zaprezentowano wyniki badania.

W rozdziale 1 przedstawiono instrumenty pochodne na rynku kapitałowym. Wskazano miejsce instrumentów pochodnych w instrumentach finansowych. Omówiono przy tym instrumenty finansowe różnego typu. Podano definicje instrumentów finansowych i ich rodzaje. W kontekście przedmiotowej rozprawy doktorskiej uwzględnienie podstawowych pojęć dla instrumentów finansowych uważam za zbędne. Pozostała część rozdziału koncentruje się już na instrumentach pochodnych, z ich charakterystyką oraz kontraktach terminowych. Doktorant kontrakty terminowe opisał bardzo szczegółowo, uwzględniając ich rodzaje, zasady funkcjonowania czy kwestię wyceny. Z uwagi na temat pracy doktorskiej jest to korzystne. Warto było także spojrzeć nieco bardziej krytycznie na ten typ instrumentu finansowego, jakim kontrakt terminowy, eksponując syntetycznie jego wady i zalety.

Rozdział 2 dotyczy ryzyka inwestycyjnego i metod zarządzania ryzykiem. Rozdział można podzielić na dwie części. W pierwszej scharakteryzowano pojęcie ryzyka inwestycyjnego oraz odniesiono się do jego źródeł powstawania. Druga część rozdziału dotyczy zarządzania ryzykiem. W kontekście ryzyka, należy pamiętać o trzech kwestiach: definicja, pomiar, monitorowanie. Oznacza to, że (1) najpierw należy ryzyko zdefiniować, (2) następnie dokonać jego pomiaru, (3) monitorować. Zarządzanie ryzykiem jest procesem, dzięki któremu podejmowane są decyzje zmierzające do osiągnięcia akceptowalnego poziomu ryzyka. Ponadto Doktorant używa różnych pojęć i koncepcji. Raz odnosi się do ryzyka inwestycyjnego i ryzyka na rynku kapitałowym innym razem mówi o ryzyku w przedsiębiorstwie. Biorąc powyższe pod uwagę rozdział 2 należałoby uporządkować, aby zachować spójność myśli i przekazu treści. W podrozdziale 2.2 Doktorant odnosi się w tytule do istoty zarządzania ryzykiem, jednak w treści ta kwestia „umyka”. Istotę zarządzania ryzykiem należało podać wprost. Poza tym podrozdział 2.2 jest nieproporcjonalnie krótki w porównaniu do pozostałych podrozdziałów i bardzo syntetyczny. W kontekście tytułu podrozdziału nie jest to dobre. Podobne uwagi dotyczą podrozdziału 2.3 jeśli

chodzi o jego długość. Może lepiej było rozdzielić te połączyć lub każdy z nich bardziej dogłębnie rozwinąć. Podrozdział 2.4 z jednej strony wydaje się syntetyczny, ale z drugiej brakuje w nim uporządkowania i spójności. Przy takiej konstrukcji podrozdziału i jego tytule (jako zapowiedzi treści) należało zachować większą uważność dotyczącą płynności tekstu przy omawianiu kolejno kwestii związanych z pomiarem, oceną i limitowaniem ryzyka. W rozdziale 2.4 wyodrębniono także podrozdziały 2.4.1 – 2.4.3, które koncentrują się na konkretnych narzędziach. W kontekście struktury całego rozdziału 2, takie wyodrębnienie nie było zasadne i nic nie wnosi. Podrozdział 2.5 podobnie jak 2.4 wymaga uporządkowania. Doktorant raz odnosi się do metod zarządzania ryzykiem na rynku kapitałowym, raz do zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie i projektach. Generalnie w tej części dość słabo wyeksponowanym elementem jest ryzyko inwestycyjne.

W rozdziale 3 omówiono zagadnienia z zakresu zarządzania ryzykiem z zastosowaniem instrumentów pochodnych. W świetle założeń i kierunku badań podawanie przykładu arbitrażu nie jest konieczne. Treści podane w tabelach: Tabela 8, Tabela 10 i 11 mają charakter raczej dydaktyczny niż naukowy i nie podnoszą walorów rozprawy. Podrozdział 3.3 jest bardzo rozwinięty problem krótkiej sprzedaży, natomiast koszty wykorzystania krótkiej sprzedaży wydają się być zmarginalizowane. Zasadniczo podrozdział 3.3 zapowiadał koncentrację na kosztach implementacji strategii z wykorzystaniem instrumentów pochodnych. Ten element powinien być jednak bardziej wyeksponowany. Tabela 12 w pod-podrozdziale 3.3.1 jest zbędna, skoro od 2015 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie nie reguluje w sposób szczegółowy transakcji krótkiej sprzedaży.

Rozdział 4 odnosi się do efektywności rynku kapitałowego. Podano w nim podstawowe definicje i pojęcia związane z efektywnością rynku, odniesiono się także do analizy zdarzeń. Omówiono wybrane narzędzia umożliwiające przeprowadzanie badań związanych ze stopniem efektywności rynku kapitałowego. Pierwsza uwaga jaka się nasuwa, to niefortunny tytuł rozdziału. Tytuł brzmi jak tytuł przynajmniej monografii i sugeruje bardzo głęboką zawartość. W rozprawie doktorskiej z kolei ten element stanowi tylko pewną część, która została uwzględniona, aby można było zrealizować postawione przez Doktoranta zamierzenia badawcze związane z ry-



kiem bazy. Podrozdział 4.1, strona 119, drugi akapit od dołu – przy takim sformułowaniu warto było odnieść się do istniejących wyników badań. Podrozdział 4.2, strona 123, drugi akapit od góry „Analizując fuzje (...)” – ten fragment nie wynika z ciągłości przedstawianej myśli. Można zapytać wprost: do czego się odnosi? Podrozdział 4.4 jest raczej rozdziałem przeglądowym. Warto było np. wskazać, które testy są najbardziej użyteczne czy najczęściej wykorzystywane. Oczywiście zwracając uwagę na stronę metodyczną samych testów i możliwości ich zastosowania. Dodatkowo przy tego typu przeglądowym podejściu warto podać wady, zalety lub komplikacje jakie mogą wystąpić przy procesie testowania. Poza tym wątpliwości budzi sam tytuł podrozdziału 4.4. Podobna uwaga jeśli chodzi o tytuł dotyczy podrozdziału 4.5. Czy można mówić o doskonałości rynku? Uporządkowanie treści rozdziału 4 znacznie podniosłoby walory podanej w nim treści.

Rozdział 5 koncentruje się na optymalizacji i efektywności portfeli inwestycyjnych. W rozdziale omówiono wybrane modele budowy portfela, modele równowagi rynku oraz modele arbitrażu. W zasadzie nasuwa się pytanie jaka jest ważność treści tego rozdziału w kontekście celu głównego? W ogólnym rozumieniu znaczenie portfeli inwestycyjnych dla kontraktów jest bardzo duże. Jednak w dysertacji przedłożonej do oceny ten element nie jest widoczny. Doktorant w zasadzie omawia różne modele budowy portfela. Pojawia się model jednowskaźnikowy (Sharpe'a), model wieloczynnikowy, CAPM czy APT. Czemu pominięto model Markowitz'a lub inne modele? Tytuł pod-podrozdziału 5.1.1 jest błędny. Model jednowskaźnikowy i korelacja to dwie różne rzeczy.

Podrozdział 5.1, strona 150, trzeci akapit „Analizując (...)” jest mocnym twierdzeniem. Przy takiej konstrukcji należało się odwołać do wyników badań. Sformułowanie „Miary tej korelacji (...)” jest sformułowaniem błędnym. Zapis modelu wyrażającego zależność stopy zwrotu z akcji od stopy zwrotu z rynku może być błędnie odczytany i zrozumiany jako korelacja. Należy pamiętać, że przy badaniu korelacji zastosowanie mają odpowiednie współczynniki badania korelacji. Zależność między zmiennymi w formie równania matematycznego (a taki zapis pojawia się w dysertacji) opisuje model ekonometryczny. Wyraz  $a_i$  nie jest poprawnie opisany. Jest to parametr strukturalny modelu. Dokładnie jest to wyraz wolny modelu eko-

dtd

nometrycznego. Zmiennymi losowymi są z kolei stopy zwrotu  $R_i$  i  $R_m$ . Strona 151, akapit pod Tabelą 21. Sformułowanie nie jest precyzyjne. Po pierwsze o jaką stopę zwrotu chodzi? Po drugie co to znaczy „(...) i niezależną od rynku.”? Ten element wymaga to doprecyzowania. W kontekście modelu ekonometrycznego rozważania nad  $a_i$  są błędne. Doktorant nieco skomplikował rozważania i wyprowadzenia wzorów i formuł dotyczących prezentowanych modeli. Oprócz tego że modele jak model Sharpe'a i wielowskaźnikowy są stosowane w praktyce finansów, to należy pamiętać, że nadal pozostają modelami ekonometrycznymi. A model ekonometryczny, ma charakterystyczną metodologię budowy związaną zarówno z przyporządkowanymi pojęciami, zasadami, własnościami czy implementowanymi metodami pomiaru. Dla ocenianej rozprawy doktorskiej wystarczające było podanie klasycznych formuł i rozważań dotyczących prezentowanych modeli.

Rozdział 6 jest związany z badaniem empirycznym. W rozdziale skoncentrowano się na problematyce ryzyka bazy kontraktów w transakcja zabezpieczających. Badania przeprowadzono na podstawie danych z Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie. W podrozdziale 6.1 scharakteryzowano funkcjonowanie kontraktów terminowych na GPW w Warszawie. Ogólnie podrozdział i zaprezentowane wyniki badania można ocenić pozytywnie. Błędne jest natomiast pojęcie w tytule samego podrozdziału 6.1: „(...) na warszawskiej GPW”. Giełda w Polsce ma swoją nazwę i nie można jej w rozprawie doktorskiej zmieniać. Nie ma warszawskiej GPW, tylko jest GPW w Warszawie. Podrozdział 6.2 w zasadzie jest kluczowym dla całej rozprawy doktorskiej. Szkoda, że Doktorant dopiero w ostatnim rozdziale odniósł się do ryzyka bazy. Niefortunnie Doktorant sam zmarginalizował zasadniczy element dysertacji. Czy w świetle badanej problematyki (odwołuję się do celu pracy) pod-podrozdział 6.3.2 był konieczny? Co wnosi 6.3.2 do rozprawy? Rysunek 22 – brak legendy sprawia, że rysunek nie jest czytelny. Strona 210, ostatni akapit „We wczesnych latach (...)” - brak odniesienia do literatury. Rysunki: 27, 29, 30 nie są czytelne, brak legendy. Podrozdział 6.5, strona 221, pierwszy akapit „Ocena wykresu bazy i danych (...)” – brak precyzji. Do czego należy odnieść opis? Rysunki i tabele zamieszczone w rozdziale empirycznym są słabo czytelne. Doktorant nie podaje w opisie odwołań do obiektów. Nie wiadomo jak odnosić się do podawanych

opisów. Ponieważ jest to rozdział empiryczny, z którym powiązane są postawione hipotezy badawcze, utrudniona jest identyfikacja, czy hipotezy te zostały pozytywnie, czy negatywnie zweryfikowane.

Zakończenie jest bardzo syntetyczne i w odniesieniu do całości pracy należy ocenić jako skromne. Warto było wskazać dalsze kierunki badań lub zamierzenia badawcze.

W ogólnej ocenie cel rozprawy został zrealizowany, zweryfikowane zostały także postawione hipotezy badawcze. Jednak elementy, o których mowa nie zostały właściwie wyeksponowane. Jest to konsekwencją braku uporządkowania rozprawy w zakresie aspektów teoretycznych jak i empirycznych, związanych z prezentacją wyników badań. Doktorant zbyt szeroko ujął zakres tematyczny dysertacji, co doprowadziło do braku uporządkowania treści. Najprawdopodobniej wynika, to z chęci „dogłębnego” przekazu informacji. Jednak czasami „mniej” znaczy „więcej.” Przy tematach złożonych, do których należy zaliczyć tematykę rozprawy doktorskiej jest to szczególnie ważne. Zadania podjęte w dysertacji są na pewno trudne, a w niektórych częściach pozostają dyskusyjne, bezsprzecznie jednak wymagają znajomości literatury przedmiotu oraz narzędzi analitycznych.

Konkludując sumarycznie pozytywnie oceniam, sposób w jaki Doktorant poradził sobie z tematem wpływ ryzyka bazy kontraktów terminowych na efektywność *hedgingu*. Ocena pozytywna dotyczy zarówno części teoretycznej jak i praktycznej (badawczej).

W pracy stwierdzono pewną liczbę drobnych omyłek (literówek, przejęzyczeń, przekręceń wyrazów), które nie mają jednak istotnego wpływu na walory pracy, dlatego odnotowując ten fakt nie przytaczam szczegółów. W rozprawie zastosowano także zwroty kolokwialne lub górnolotne typu: „pokusić się o prognozę”, „prym wiedzy” itp. Tego typu zwroty nie powinny pojawiać się w rozprawach doktorskich.

Wymienione w treści recenzji uwagi nie podważają wartości merytorycznej recenzowanej pracy. Dlatego biorąc pod uwagę walory naukowe rozprawy, duży nakład pracy, umiejętność posługiwania się aparatem narzędziowym, dojrzałość Autora do podejmowania samodzielnych badań, poziom wiedzy teoretycznej z finansów

i sumarycznie zrealizowanie postawionego we wstępie celu badań uważam, że praca doktorska mgr Jarosława Kamińskiego spełnia wymogi ustawowe stawiane pracom doktorskim i stanowi podstawę do nadania stopnia naukowego doktora w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Wnoszę do Rady Naukowej dyscypliny ekonomia i finanse Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie o przyjęcie pracy doktorskiej mgr Jarosława Kamińskiego pt.: *„Wpływ ryzyka bazy kontraktów terminowych na efektywność hedgingu”* i dopuszczenie Autora do publicznej obrony pracy.

Szczecin, 20 lipca 2022 r.

Matylda Taryba-Turkwa