

Prof. Jacek Grzywacz
Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Recenzja

rozprawy doktorskiej Pani mgr Katarzyny Niewińskiej pt. „*Czynniki kształtujące parametr zmienności cen akcji banków*”, napisanej pod kierunkiem prof. dr. hab. Andrzeja Sopoćko.

Promotor pomocniczy: dr Patrycja Chodnicka – Jaworska

1. Znaczenie tematu rozprawy

Z dużym uznaniem należy odnieść się do problemu podjętego w dysertacji. Dotyczy on bowiem nader aktualnego oraz ważnego zagadnienia związanego bezpośrednio z czynnikami wpływającymi na kształtowanie się wysokości stóp zwrotu z cen akcji banków działających w Europie. Wydaje się, że problem ten jest szeroko poruszany w literaturze, jednak w tym wypadku nowatorski wręcz charakter ma dobór kryteriów, które posłużyły Autorce w wyjaśnieniu i ocenie przedstawionych zależności. Nadal zresztą nie jest trudno dostrzec szeregu kontrowersji i polemik towarzyszących ocenie działalności banków giełdowych, działających w różnych regionach Europy. W toczonych dyskusjach brakuje często rzetelnych, w tym obiektywnych podstaw prowadzonych analiz, uwzględniających kluczowe zmienne stymulujące określane zjawiska, nie tylko zresztą o charakterze ekonomicznym. Poza tym, można również zaobserwować, że dosyć „swobodnie”, niekiedy wręcz bezkrytycznie stosuje się różnorodne narzędzia ilościowe oraz modele statystyczne, zapominając o ułomności tych metod, co powoduje istotne ograniczenie ich przydatności analitycznej, co z kolei wpływa na rzetelność badawczą. Rzetelności tej nie zabrakło natomiast w recenzowanej pracy, w której jednoznacznie określono zasady weryfikacji przyjętych założeń. Niedosyt budzi natomiast sposób, w jaki Autorka uzasadniła potrzebę głębszej analizy podjętego tematu. Stwierdzenie zawarte na str. 6 (brakuje jej numeru), że wybór zagadnienia „wynika z zainteresowania” (czyjego?) jest zbyt daleko idącym uproszczeniem. Zgadzam się natomiast, że samo badanie przeprowadzone w pracy ma dosyć

unikalny charakter. W tym wypadku wyjaśniono, na czym polega luka badawcza w ocenie zmienności opisanych zdarzeń.

2. Układ pracy, jej cel i założenia badawcze

Praca jest dosyć obszerna, liczy bowiem ponad 300 stron, wraz z aneksem i bibliografią. Sama bibliografia ma wręcz imponujący charakter, z dużym udziałem pozycji obcojęzycznych. Została ona zresztą umiejętnie wykorzystana w treści dysertacji.

W zasadniczej części praca składa się z pięciu rozdziałów, (choć w wstępie, na stronie 8 mowa jest o sześciu (?)), wstępu i zakończenia, ujętego w formie konkluzji podsumowujących wyniki prac badawczych. Konstrukcja rozprawy jest w zasadzie prawidłowa, zaś jej główną część stanowi rozdział piąty, obszernie prezentujący uzyskane wyniki.

Jasno określono cel rozprawy oraz jej podstawowe założenia, ujęte w formie dwóch głównych hipotez badawczych. Pewien niedosyt budzi brak celów o charakterze pomocniczym, a także pytań badawczych zwłaszcza, że:

- zakres przeprowadzonych badań wskazuje wręcz na potrzebę sformułowania takich celów,
- same pytania pojawiają się w treści pracy.

Sądzę również, że należało jednoznacznie określić, która hipoteza badawcza ma główny, zasadniczy charakter. Czy nie warto było zaproponować także hipotez pomocniczych, biorąc znowu pod uwagę zakres i charakter przeprowadzonej, tak szczegółowej analizy? Zbyt wąsko również scharakteryzowano we wstępie wykorzystane metody badawcze. Omówiono to zaledwie z jednym zdaniem (s. 7), uzupełnionym później syntetyczną charakterystyką wykorzystanej bazy danych. Zcharakteryzowano to z kolei szeroko w rozdziale czwartym.

Treść wstępu jednoznacznie ilustruje wagę podjętego tematu, przyjęty cel i założenia. Brakuje tu jednak pewnej chronologii i uporządkowania tego, co Autorka chciała wyrazić. Nie jest np. jednoznaczne, co należy rozumieć pod pojęciem „piątej części pracy” (s.10) oraz „ostatnim rozdziałem”. Jest nim chyba jednak rozdział piąty (?).

Koncepcja pracy oraz wykorzystane metody badawcze nie budzą oczywiście zastrzeżeń.

3. Ocena merytoryczna

Słusznie Autorka, w pierwszej części pracy (**rozdział pierwszy**) wyjaśnia jednoznacznie istotę zmienności. Podstawą analizy jest rynek finansowy wraz z jego charakterystycznymi cechami i specyfiką. Dostyc słabo przy tym odniesiono się do skuteczności instrumentów finansowych wykorzystywanych przez bank centralny, zważywszy na fakt, że mają one kluczowe znaczenie w stymulowaniu zmienności cen na rynku finansowym. Problem ten widoczny jest chociażby w sytuacji pojawiających się zjawisk kryzysowych. Opisana, prosta sekwencja wpływu zmian stóp procentowych banku centralnego na cenę pieniądza dla sektora niefinansowego ma mocno uproszczony, ogólny charakter. Jednocześnie trafnie, i w sposób niebudzący wątpliwości, wyjaśniono pojęcie zmienności historycznej, co z kolei ma kluczowe znaczenie dla całego procesu badawczego. Szkoda, że prezentując matematyczny sposób jej obliczania, nie wskazano na realną przydatność przedstawionych metod i ograniczono się do ogólnego opisu stosowanych wzorów.

Trafnie natomiast uzasadniono dużą rolę zmienności historycznej, nie tylko zresztą w szeroko ujętym procesie zarządzania ryzykiem. Widać to chociażby na przykładzie przedstawionej, ogólnej analizy wysokości stóp zwrotu z kursów akcji spółki technologicznej i wybranych banków francuskich. Porównanie to posłużyło Autorce do sformułowania dostyc odważnego wniosku, że rozkład stóp procentowych zależy od branży. Oczywiście, trudno jest automatycznie podważyć tego rodzaju sugestię, wymaga ona jednak zdecydowanie głębszej analizy.

Żadnych wątpliwości nie budzi zasadność wykorzystania sektora bankowego, w badaniach dotyczących zmienności cen akcji. Zgodzić się należy, że podstawowymi argumentami (choć, o czym należy pamiętać, nie jedynymi) uzasadniającymi takie podejście są wysoka płynność akcji emitowanych przez banki oraz wysoki poziom transparentności. Faktu tego nie należy jednak przeceniać, mając m.in. na uwadze pojawiające się anomalie giełdowe.

Nie budzi dalej zastrzeżeń analiza rozwoju banków europejskich, na tle sektora bankowego w świecie oraz w Stanach Zjednoczonych. Pomimo stosunkowo wąskiego charakteru tej analizy, fakt wyróżnienia sektora bankowego w Europie, Unii Europejskiej i w strefie euro wydaje się bezdyskusyjny. Można natomiast dyskutować, czy rzeczywiście kłopoty banków amerykańskich z kredytami hipotecznymi wynikały przede wszystkim z restrykcyjnej polityki FED-u, w tym znacznego podwyższenia stóp procentowych? Czy można np. przyjąć, że główną przyczyną załamania była jednak niekontrolowana ekspansja akcji kredytowej,

zdominowanej przez kredyty określane mianem *subprime*? Wydaje się, że utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie nie uchroniłoby przed zapaścią na rynku kredytów hipotecznych. Być może, Doktorantka zechce odnieść się do tej kwestii w czasie publicznej obrony przedstawionych założeń.

Zasadne natomiast jest odniesienie problemu europejskiego do nieracjonalnego, wysokiego zadłużenia sektora publicznego oraz prywatnego. W konsekwencji dał się mocno we znaki efekt zaufania, mający jak słusznie zauważono destrukcyjny wpływ na notowania papierów wartościowych.

Przeprowadzona poprawnie analiza dowiodła, że istotny wpływ ma zmienność stóp zwrotu z akcji w sektorze zawierają opisane czynniki zewnętrzne. Jest to dobre uzasadnienie pierwszej hipotezy, nie zaś jej postawienie, jak wskazano na s. 34.

Lektura kolejnego, **drugiego** rozdziału pracy nie należy do łatwej. Z drugiej jednak strony trudno zakwestionować słuszność uwag i wniosków Autorki, odnoszących się do charakterystyki metod służących wyjaśnianiu uwarunkowań zmienności stóp zwrotu. Szereg użytych tu pojęć i przytaczanych rozwiązań ma nader ilościowy charakter, odnoszący się do różnych teorii ekonomicznych. Trzeba przyznać, że Doktorantka znakomicie wręcz opanowała umiejętność doboru i rozumienia metod ilościowych, głównie statystycznych i ekonometrycznych, w procesie realizowania badań. Szkoda tylko, że w sposób dosyć ograniczony wyjaśnia zasady konstrukcji opisywanych metod, przy użyciu jasnych i zrozumiałych sformułowań. Wysoko przy tym należy ocenić fakt umiejętnego doboru opisywanych metod do analizy konkretnych zjawisk na rynku finansowym, przy wykorzystaniu przykładów dotyczących wybranych banków, np. Pekao S.A. Zgadzam się, że nader przydatne są tu szeregi czasowe, pod warunkiem jednak umiejętnie dobranej, do konkretnego problemu, ekonometrycznej metody badania.

W gąszczu prezentowanych charakterystyk ekonometrycznych zabrakło uwag na temat istniejących ograniczeń, rzutujących niekiedy istotnie na poziom obiektywizmu uzyskiwanych wyników. Cenne jest przy tym, że Doktorantka nie ignoruje wymiaru jakościowego, zwłaszcza wobec właściwości szeregów czasowych. Dobrym argumentem takiego podejścia jest ich dosyć ogólny charakter. To z kolei wpływa na wspomniany wcześniej aspekt możliwości uzyskiwania wyników, które można uznać za wystarczająco miarodajne. Trafnie także dowiedziono, że opisywane w ramach szeregów czasowych, konkretne metody mają wręcz uniwersalny charakter. Mogą być bowiem wykorzystywane w analizach obejmujących różnorodne rynki oraz instrumenty finansowe. Dobrym przykładem mogą być proponowane przez Autorkę rozkłady stóp zwrotu. Zgodzić się wreszcie należy, że

wyjaśnienie istoty cech stacjonarności szeregów czasowych stóp zwrotu jest ważne, z punktu widzenia weryfikacji hipotez badawczych przyjętych w pracy. Przykładem może być chociażby udana próba wyjaśnienia przyczyn tzw. zjawiska grupujących się wysokich stóp zwrotu, czy też „uspokojenia się” wyników uzyskiwanych przez banki.

Opisane w tym rozdziale metody warto było syntetycznie podsumować, w formie końcowych wniosków, ilustrujących ich przydatność.

W kolejnym, **trzecim** rozdziale syntetycznie scharakteryzowano dorobek teoretyczny, dotyczący uwarunkowań wpływających na zmienność stóp. Wysoko należy ocenić fakt, że jednoznacznie odniesiono się do kluczowych osiągnięć badawczych opisanych w literaturze. Jednocześnie, zwrócono uwagę na ograniczenia związane z możliwością formułowania obiektywnych wniosków, opartych na opisywanych teoriach.

Wśród zewnętrznych determinantów stóp zwrotu z akcji słusznie wskazano na zjawiska inflacyjne. Już krótka analiza dorobku wykazała różnorodność poglądów i stanowisk, biorąc chociażby pod uwagę gospodarkę amerykańską i chińską. Szkoda, że Autorka tak słabo zaakcentowała własną opinię dotyczącą wpływu inflacji na rynek akcji. Nader wąsko odniesiono się tu również do sektora bankowego, będącego przecież głównym tematem rozprawy. Podobnie zresztą dotyczy to zbyt skromnych uwag wobec stóp procentowych.

Bezpośrednio natomiast powiązano z sektorem bankowym determinanty o charakterze wewnętrznym, wskazując m.in. na znaczenie dźwigni finansowej banku oraz rentowności aktywów. Uwagi Autorki mają dosyć ogólny charakter, wprost jednak sugerują te czynniki, które powinny być przedmiotem szczegółowych analiz. Dotyczy to np. dochodów pozaodsetkowych.

Prezentując z kolei charakterystykę głównych metod badania zmienności stóp zwrotu z cen akcji, dokonano próby wskazania na główne cechy oraz determinanty tej zmienności. Dosyć trafnie oceniono tu przydatność wyróżnionych, najważniejszych modeli służących ocenie czynników wpływających na kurs akcji. Wskazano również na znaczenie typowego, historycznego wzorca zmienności w prognozowaniu przyszłych wartości.

Dokonany przez Autorkę przegląd literatury światowej potwierdził, że prace badawcze koncentrują się głównie na predykcji zmienności. Brakuje natomiast nadal szczegółowych analiz czynników (mechanizmów), które ją kształtują. Nader skromne są również próby modelowania tych czynników, uwzględniających nie tylko indeksy giełdowe. Zgodzić się również należy z koniecznością modyfikowania metod opartych na zmienności historycznej.

Szczegółową charakterystykę przyjętej do analizy bazy danych oraz zmiennych zależnych i niezależnych ilustruje **rozdział czwarty**. Wskazano tu również na wykorzystane metody badawcze, będące podstawą zweryfikowania hipotez przyjętych w pracy. Wysoko należy ocenić fakt, że dobór opisanych mierników Autorka konsekwentnie przyporządkowała wyznaczonemu celowi, którym jest zbadanie znaczenia czynników wewnętrznych i zewnętrznych w określeniu zmienności stóp zwrotu cen z akcji banków. Trudno jest przy tym zakwestionować znaczenie wybranych determinantów. Pewien niedosyt pozostawia jednak brak oceny wagi prezentowanych mierników, biorąc chociażby pod uwagę ich ilość. Syntetycznie ilustruje to tabela nr 3 (s. 73), interpretacja której znajduje się w następnych punktach. Opis ten wydaje się zbyt jednostronny i ogranicza się głównie do wyjaśnienia charakteru informacji, które dostarczają prezentowane zmienne. Poza tym, warto było pokusić się o autorską definicję pojęcia efektywności, tak przecież eksponowanej w tej części rozprawy. Umożliwiłoby to z kolei dostrzec np. różnice pomiędzy kategorią zyskowności i rentowności, a także dokonać oceny ich znaczenia. Wykorzystana natomiast metoda badawcza oraz sposób przeprowadzonych badań są prawidłowe. Słusznie skoncentrowano się tu na statystycznych modelach panelowych, które umożliwiły z kolei przeprowadzenie analizy banków w ujęciu przekrojowym. Modele te posiadają jednak pewne ograniczenia, o których niestety zapomniano wspomnieć. Poza tym, wątpliwa wydaje się zasadność tak szczegółowej, obszernej prezentacji trzech równań stosowanych w zaproponowanych modelach (s. 95-99).

Uwieńczeniem dużego wysiłku Autorki jest ostatni, **piąty** rozdział rozprawy. Szczegółowo przedstawiono tu wyniki przeprowadzonych badań, w przekrojach uwzględniających region, wielkość kapitalizacji banków, koncentracji trzech największych banków w danym kraju oraz poziom wskaźników kapitalizacji giełdy dla produktu krajowego brutto.

Biorąc pod uwagę objętość tej części pracy można sugerować konieczność jej szczegółowego omówienia. Nie ma jednak takiej potrzeby. Badania zostały bowiem przeprowadzone bez zarzutu, zwłaszcza, że wprost odnoszą się do celu rozprawy oraz jej założeń. Widać zresztą, że Doktorantka cały czas o nich pamięta. Poza tym, analiza uzyskanych wyników, uwzględniająca dany przekrój kończy się syntetycznym i trafnym podsumowaniem, nie pozostawiającym żadnych wątpliwości wobec uzyskanych efektów badań. Cenne jest także, że podsumowując wyniki Autorka odnosi się (po raz kolejny zresztą) do dorobku teoretycznego. Wskazuje przy tym na rozbieżności pomiędzy uzyskanym, własnym rezultatem a wnioskami prezentowanymi przez innych badaczy. Przykładem może być

choćby ocena wpływu dźwigni finansowej spółek na zmienność cen ich akcji. Warto wreszcie podkreślić, że jednoznacznie wskazano tu na wagę poszczególnych determinantów wewnętrznych i zewnętrznych wpływających na badane zmienne.

Syntetyczne i równie trafne podsumowanie odnoszące się do całości rozprawy zostało ujęte w formie **konkluzji**. Pewną wątpliwość budzi przy tym sposób nawiązania w tym miejscu do głównego celu rozprawy, pisząc, że jest nim cyt. „..... lepsze zrozumienie zmienności stóp zwrotu z akcji banków...(?)” (s.221). Wydaje się, że nawiązanie do celu powinno wiernie odzwierciedlać jego treść zawartą we wstępie pracy. W tym wypadku jakiegokolwiek uproszczenia nie są wskazane.

Żadnych wątpliwości nie budzi natomiast treść końcowych wniosków, konsekwentnie nawiązujących do hipotez badawczych. Trafnie też odniesiono się również w tym miejscu do wyników badań innych naukowców.

4. Podsumowanie

Uzupełnieniem szczegółowych uwag odnoszących się do poszczególnych części rozprawy jest jeszcze kilka kwestii.

Po pierwsze, warto było w sposób jednoznaczny wyróżnić we wstępie pracy cele o charakterze pomocniczym.

Po drugie, można było rozważyć zasadność wyróżnienia nie dwóch, a jednej hipotezy głównej (wiodącej), uzupełnionej hipotezami dodatkowymi (pomocniczymi). Wprawdzie jednoznacznie Autorka sformułowała wniosek dotyczący pozytywnej weryfikacji hipotez (s.232 i 233), jednak prezentując wyniki swoich badań sugeruje pewne wątpliwości rzutujące na trafność założeń. Wątpliwości te nie mają jednak większego znaczenia, z punktu widzenia wysokiej jakości uzyskania podstawy dla takiej weryfikacji.

Po trzecie, wiele sformułowań zawartych w pracy ma ilościowy, „hermetyczny” wręcz charakter. Można było zatem przynajmniej rozważyć zasadność umieszczenia na końcu każdego rozdziału syntetycznych podsumowań, prezentujących główne wnioski.

Po czwarte, pomimo prawidłowego wykorzystania analizy modelowej, metody te posiadają pewne ograniczenia. Warto było przynajmniej krótko o nich wspomnieć.

Po piąte, trudno jest usprawiedliwić fakt licznych „literówek” widocznych w pracy, które wbrew pozorom utrudniają jej lekturę.

Podsumowując, uwagi zawarte w recenzji nie podważają wartości merytorycznej rozprawy. Nie ulega bowiem wątpliwości, że sposób doboru i analizy obszaru badawczego

cehuje duży stopień oryginalności. Niekwestionowana jest również wiedza Autorki, która znakomicie wręcz przekłada się na wyczucie podjętego tematu i wysoką umiejętność przeprowadzania samodzielnych prac badawczych. W żadnym razie zatem aktywność naukowa Doktorantki nie powinna ograniczać się jedynie do rozprawy doktorskiej. Autorka posiada również wysoką umiejętność rzetelnej analizy dorobku teoretycznego, opartej również na krytycznych wnioskach. A to z kolei zdarza się rzadko. Bez zarzutu zostały przeprowadzone własne, autorskie badania, które stały się mocną podstawą dla potwierdzenia zrealizowania głównego celu i zweryfikowania hipotez. Nie budzi również wątpliwości wysoki poziom metodologiczny oraz istotny wkład przedstawionych wniosków, zarówno dla rozwoju nauki, jak też możliwości wykorzystania ich w praktyce gospodarczej, nie tylko obejmującej funkcjonowanie rynków finansowych.

5. Konkluzja

Z dużą satysfakcją i uznaniem stwierdzam, że rozprawa doktorska Pani mgr Katarzyny Niewińskiej pt. „Czynniki kształtujące parametr zmienności cen akcji banków” w pełni odpowiada wymogom określonym w obowiązujących przepisach, normujących zasady nadawania stopni i tytułów naukowych (art. 13 pkt 1 ustawy z dnia 14 marca 2003r. o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule naukowym sztuki, a także Ustawa z dnia 21 kwietnia 2017r. o zmianie ustawy o stopniach i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule naukowym sztuki oraz niektórych innych ustaw). W pełni rekomenduję zatem, aby rozprawa ta była przedmiotem publicznej obrony.

Warszawa, 19 grudnia 2017 r.

