

Recenzja rozpraw doktorskiej mgr Katarzyny Niewińskiej pt. „Czynniki kształtujące parametr zmienności cen akcji banków”

1. Informacje ogólne

Recenzowana rozprawa poświęcona jest istotnemu teoretycznie i praktycznie zagadnieniu zmienności kursów akcji banków, która jest podstawowym czynnikiem ryzyka związanego z inwestowaniem w akcje banków. Rozprawa liczy 329 stron i składa się z wstępu, pięciu rozdziałów, konkluzji, aneksu oraz bibliografii. Istotną część pracy stanowi aneks statystyczny, który został zamieszczony na 80 stronach i zawiera 109 tablic. Praca została napisana na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, pod kierunkiem naukowym prof. dra hab. Andrzeja Sopoćko. Promotorem pomocniczym była dr Patrycja Chodnicka-Jaworska.

2. Cele, hipotezy oraz metody badań

Jak pisze Autorka we wstępie do recenzowanej rozprawy jej celem jest "...określenie czynników zewnętrznych i wewnętrznych wpływających na zmienność stóp zwrotu z cen akcji sektora bankowego w Europie oraz zidentyfikowanie kierunku wpływu tych determinantów na krótkoterminową oraz długoterminową zmienność historyczną stóp zwrotu z kursów akcji banków”.

W pracy sformułowano dwie główne hipotezy badawcze, które mówią, że:

- „zmienność historyczna długookresowa (180-dniowa i roczna) cen akcji w sektorze bankowym lepiej jest wyjaśniana przy pomocy determinant

wewnętrznych i zewnętrznych niż zmienność krótkoterminowa (30-dniowa, 60- dniowa czy 90-dniowa);

- istotny wpływ na zmienność historyczną stóp zwrotu z akcji w sektorze bankowym wywierają czynniki zewnętrzne, a nie wewnętrzne.

Do weryfikacji sformułowanych hipotez wykorzystano:

- metodę analizy i krytyki piśmiennictwa;
- metodę badania dokumentów dotyczących regulacji i diagnozy rynku;
- statystyczną metodę badania szeregów czasowych parametru zmienności cen akcji poprzez jej analizę.

Wybór tematu pracy, sformułowanie jej celu oraz hipotez badawczych, jak też dobór metod badawczych należy uznać za prawidłowe. Na podkreślenie zasługuje szeroka część empiryczna pracy, w której wykorzystano notowania wszystkich banków notowanych na europejskich giełdach, których kapitalizacja przekraczała 100 mln euro. W sumie analizą objęto 183 banki, które były analizowane w okresie od stycznia 2004 roku do grudnia 2015 roku. .

3. Struktura i wyniki pracy

Recenzowana praca składa się z pięciu rozdziałów. **Pierwszy rozdział** dotyczy parametru zmienności na rynku finansowym. Rozdział ten rozpoczyna się od krótkiej charakterystyki rynku finansowego, która ma charakter podręcznikowy. W następnym podrozdziale Autorka omówiła klasyczne rozumienie pojęcia zmienności historycznej oraz przedstawiła matematyczne formuły jej obliczania. Wyjaśnione zostało także pojęcie zmienności implikowanej wraz z omówieniem procedury iteracyjnej, którą stosuje się w celu policzenia tego parametru. Autorka omówiła także różnice pomiędzy tymi dwoma parametrami i wskazała przypadki, w których korzysta się z tych miar. Ostatnia część tego rozdziału została poświęcona opisowi sektora bankowego w Europie w latach 2004-2015, w której przedstawiono ogólną charakterystykę rozwoju banków europejskich na tle tendencji występujących w sektorze bankowym w świecie, a w szczególności w Stanach Zjednoczonych. Przeanalizowano między innymi zmiany wartości aktywów oraz przychodów w sektorze bankowym w Europie, Unii Europejskiej oraz w Strefie Euro. Analiza danych przeprowadzona w tym podrozdziale wykazuje, że znaczący wpływ na sektor bankowy miała zła kondycja gospodarki i rynków finansowych na świecie oraz problemy niektórych krajów Europy z nadmiernym



zadłużeniem. Obserwacja ta jest zgodna z dominującymi poglądami dotyczącymi kryzysu finansowego w świecie oraz w strefie euro.

Drugi rozdział recenzowanej pracy dotyczy stóp zwrotu na rynku finansowym. W pierwszej kolejności Doktorantka opisała rozkłady stóp zwrotu, ponieważ właściwe ich dopasowanie do odpowiednich funkcji gęstości jest niezbędne, żeby prawidłowo dobrać odpowiednią ekonometryczną metodę badań. Wyjaśnione zostały także cechy stacjonarności szeregów czasowych. W drugiej części tego rozdziału zostały zaprezentowane własności szeregów czasowych (*stylized facts*). Autorka zwraca uwagę na ich zróżnicowanie w zależności od badanych rynków, giełd i instrumentów finansowych, a także od fazy cyklu koniunkturalnego, w którym znajduje się gospodarka.

W rozdziale trzecim zawarto przegląd literatury światowej dotyczącej stóp zwrotu z różnych instrumentów finansowych oraz ich zmienności. W części pierwszej tego rozdziału omówiono makroekonomiczne i mikroekonomiczne czynniki determinujące poziom stóp zwrotu z cen akcji. W części drugiej omówiono natomiast główne metody badania zmienności, jej szacowania oraz predykcji. Następnie, na podstawie wielu publikacji naukowych, przedstawiony został szeroki opis determinant zmienności stóp zwrotu z kursów akcji. Rozważania zawarte w tym rozdziale stanowią dobre wprowadzenie do zasadniczego przedmiotu recenzowanej rozprawy doktorskiej, a mianowicie zmienności stóp zwrotu z akcji.

W rozdziale czwartym, który składa się z dwu części, Doktorantka najpierw omówiła bazę danych wykorzystywanych w empirycznej części pracy. W badaniach wykorzystano dane dotyczące 183 banków, których kapitalizacja przekracza 100 mln euro, z 26 krajów europejskich. Dane pochodzą z bazy Thomson Reuters oraz Bloomberg. Autorka rozprawy przedstawiła i omówiła zmienne objaśniane wraz z opisem ich statystyk. W pracy przyjęto 6 różnych miar zmienności historycznej: 10-dniowa, 30-dniowa, 60-dniowa, 90-dniowa, 180-dniowa oraz 360-dniowa. W części dotyczącej zmiennych niezależnych zostały przedstawione wszystkie zaproponowane determinanty zmienności historycznych ze szczegółowym pokatagolowaniem ich na grupy. Zmienne niezależne zostały podzielone na dwie grupy: wewnętrzne i zewnętrzne, w ramach których wyodrębniono po kilka podgrup. Łącznie w ramach zmiennych wewnętrznych wyodrębniono cztery podgrupy: zmienne dotyczące efektywności i jakości aktywów, zmienne charakteryzujące poziom ryzyka, zmienne

dotyczące wskaźników makro giełdowych, zmienne charakteryzujące zyskowność oraz zmienne charakteryzujące rentowność. Z kolei w ramach zmiennych zewnętrznych wyodrębniono 3 grupy: zmienne obejmujące wskaźniki makroekonomiczne, zmienne dotyczące kosztu pieniądza w czasie oraz wskaźniki giełdowe. W sumie w badaniach wykorzystano 55 zmiennych objaśniających, które obejmują wszystkie potencjalne determinanty zmienności stóp zwrotu analizowanych w rozprawie banków. Zebrane zmienne do bazy danych zostały scharakteryzowane i określone jako dane czasowo-przekrojowe, ponieważ został w nich zawarty szereg czasowy - kwartalny w latach 2004-2015, a charakter przekrojowy bazy wynika z podziału na państwa. W kolejnej części tego rozdziału omówiono metodę badań zastosowaną w recenzowanej pracy. Autorka omówiła wybrane modele panelowe oparte na Metodzie Najmniejszych Kwadratów, wśród których wyróżnia się modele panelowe z dekompozycją składnika losowego (modele RE) oraz modele panelowe ze zmiennymi sztucznymi inaczej nazywane modelami z efektami nielosowymi (modele FE), a następnie zostały zaprezentowane ogólne ich równania. Ostatni fragment tej części rozdziału poświęcony został testom weryfikującym zasadność metody badań, która została użyta w niniejszej pracy. Charakteryzując tę część pracy należy podkreślić, że wybrane przez doktorantkę metody, chociaż należą do grupy standardowych metod ilościowych, są właściwe z punktu widzenia celów postawionych w pracy oraz sformułowanych hipotez badawczych

Ostatni, **piąty rozdział** recenzowanej rozprawy zawiera omówienie wyników badań empirycznych. Zostały one przedstawione w tabelach oraz opisane w tekście. Badanie i uzyskane wyniki zostały zaprezentowane dla wszystkich podgrup (ze względu na: region, wielkość kapitalizacji banków, koncentracje 3 największych banków w danym kraju oraz poziom wskaźnika kapitalizacji giełdy do produktu krajowego brutto) w trzech tabelach. Pierwsza tabela w każdym podrozdziale dotyczy wyników dla badania wpływu determinat wewnętrznych, druga determinat zewnętrznych oraz trzecia dla determinant wewnętrznych oraz zewnętrznych łącznie. Po każdym opisie wyników zamieszczono podsumowanie, które przedstawia konkluzje oraz wnioski dla poszczególniej analizowanej podgrupy.

Wyniki badań empirycznych pozwoliły na sformułowanie wielu wniosków, które w sposób istotny przyczyniają się do wyjaśnienia czynników, które determinują zmienność stóp zwrotu z aktywów finansowych. Wnioski te na ogół potwierdzają wyniki

uzyskane przez innych badaczy, ale także część z nich jest sprzecznych z wynikami innych badań, omawianych w literaturze światowej. Ze względu na obszerność badania empirycznego oraz sformułowanych na jego podstawie wniosków trudno byłoby w recenzji odnieść się wszystkich przedstawionych przez Doktorantkę konkluzji, dlatego też ograniczymy się do tych, które dotyczą sformułowanych hipotez badawczych.

Po pierwsze, jak wynika z badań przedstawionych przez Doktorantkę większość wyników badań potwierdza hipotezę pierwszą, która mówi, że zmienność historyczna długookresowa (180-dniowa i roczna) cen akcji w sektorze bankowym lepiej wyjaśniana jest za pomocą determinant zewnętrznych i wewnętrznych niż krótkookresowa (30-dniowa, 60-dniowa i 90-dniowa).

Po drugie, wyniki uzyskane przez doktorantkę świadczą, że można przyjąć drugą hipotezę, która zakłada, że większy wpływ na zmienność historyczną stóp zwrotu z akcji w sektorze bankowym wywierają czynniki zewnętrzne, a nie wewnętrzne, ponieważ w wszystkich przypadkach (wykluczając podgrupę Europy Środkowo Wschodniej) współczynnik dopasowania dla zmiennych objaśnianych zewnętrznymi ma zdecydowanie lepsze dopasowanie, aniżeli dopasowanie dla badanych czynników wewnętrznych.

Rezultaty z przeprowadzonych analiz w Rozdziale **Błąd! Nie można odnaleźć źródła odwołania.** potwierdziły istotność wpływu niektórych czynników analizowanych w recenzowanej rozprawie. Na podstawie uzyskanych wyników można zauważyć te zależności i powiązać je z badanym regionem, poziomem wielkości banków, poziomem koncentracji bankowej oraz poziomem rozwoju rynku giełdowego w badanych krajach.

Determinantami wewnętrznymi, które wyróżniały się znaczącym i istotnym statystycznie wpływem na badane zmienne objaśniane były przede wszystkim takie czynniki jak: wynik z tytułu opłat i prowizji do aktywów ogółem, długoterminowe inwestycje do aktywów ogółem, współczynnik adekwatności kapitałowej, cena do wartości księgowej oraz stopa dywidendy. W przypadku czynników zewnętrznych istotne zmienne to przede wszystkim: stopa bezrobocia, realna stopa procentowa, długoterminowa stopa procentowa (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych),



współczynnik beta oraz zmienności implikowane indeksów S&P500 i EUROSTOXX50.

Spośród determinant wewnętrznych wyróżniają się przede wszystkim dwa czynniki oceniające efektywność banków. Pierwszy z nich to stosunek wyniku z tytułu opłat i prowizji do aktywów ogółem. W badaniu dla całej bazy danych wzrost tej relacji powoduje wzrost badanych zmienności. Wzrost udziału tej zmiennej świadczy, że w banku nastąpił wzrost przychodów uzyskanych z opłat i prowizji od produktów bankowych i najczęściej jest to konsekwencją podwyżki opłat i prowizji pobieranych od klientów banków

Jak wynika z badań przeprowadzonych przez Doktorantkę, zmienna opisująca długoterminowe inwestycje do aktywów ogółem wpływa istotnie statystycznie na badane zmienności stóp zwrotu z kursów akcji banków w Europie (dla całej bazy danych). Wzrost udziału inwestycji długoterminowych powoduje spadek badanych zmienności historycznych, gdyż wzrost tego udziału może świadczyć o stabilności instytucji finansowej.

Wśród czynników wpływających istotnie na badane zmienne w każdym badaniu, jakie zostało przeprowadzone na potrzeby pracy jest współczynnik adekwatności kapitałowej, który oznacza stosunek całkowitego kapitału regulacyjnego do sumy aktywów ważonych ryzykiem. W badaniu, w którym analizowane są zmienności stóp zwrotu z akcji w zależności od regionów, najsilniejszy wpływ tego współczynnika odnotowano na zmienne zależne w krajach strefy euro. W przypadku badania wg. wielkości banków wzrost tej zmiennej wykazywał najsilniejszy wpływ na zmienności stóp zwrotów z akcji małych banków, a najsłabszy z akcji dużych banków.

Zmienną, która wyróżnia się wysokim i istotnym wpływem na badane zmienności historyczne jest wskaźnik ceny akcji do wartości księgowej (P/BV). We wszystkich przeprowadzonych badaniach zmienna ta wpływa na spadek zmienności stóp zwrotu z kursów akcji. Różna jest jednak siła tego wpływu w poszczególnych regionach. Najsilniejszy wpływ wskaźnika P/BV na badane zmienne zależne występuje w krajach strefy euro. Warto zwrócić uwagę, że zmienna ta trzykrotnie mocniej wpływa na spadek zmienności w podgrupie dużych banków niż w podgrupie małych. Czynniki ceny do wartości księgowej wpływa aż ponad 3 razy mocniej na zmienności stóp zwrotu z akcji

banków w krajach o średnim poziomie wskaźnika kapitalizacji giełdy do PKB, aniżeli w krajach o jego niskim poziomie.

Innym czynnikiem makroekonomicznym, który wyróżniał się wpływem na zmienności stóp zwrotów z cen akcji banków jest stopa bezrobocia w danym kraju. Zmienna ta jest istotna statystycznie dla wszystkich badanych zmienności w każdej podgrupie (jedynie nie występuje w badaniach, gdzie musiała zostać wykluczona z analizy, ze względu na korelacje z innymi zmiennymi objaśniającymi). Z wyników uzyskanych w badaniach, w których zmienne zależne zostały skatalogowane wg wielkości banków możemy zauważyć, że poziom bezrobocia najmocniej wpływa na zmienności stóp zwrotu małych i średnich banków, niż dużych. Wzrost tej zmiennej zdecydowanie silniej wpływa (prawie 10 krotnie) na zmienności cen banków w krajach o wysokim poziomie koncentracji bankowej, aniżeli o jej średnim poziomie. W badaniach dotyczących wpływu wskaźnika kapitalizacja giełdy do PKB, okazało się, że analizowana stopa wpływa istotnie na wszystkie badane zmienne, a silniejszy wpływ tej stopy na zmienne zależne występuje dla podgrupy banków w krajach, gdzie poziom wskaźnika kapitalizacji giełdy do PKB jest wysoki.

Czynnikiem wywierającym istotny wpływ na analizowane w rozprawie zmienności jest poziom realnej stopy procentowej. Realna stopa procentowa wpływa dwa razy mocniej na zmienność historyczną dużych banków niż banków o niskim i średnim poziomie kapitalizacji. W wymiarze poziomu koncentracji stopa ta wpływa istotnie przede wszystkim na zmienności stóp zwrotu z banków w krajach o wysokim jej poziomie.

Wśród czynników makro giełdowych istotnymi zmiennymi we wszystkich badaniach są zmienności implikowane indeksu S&P500 oraz EUROSTOXX50. Na podstawie uzyskanych wyników można zauważyć, że nie tylko wzrost zmienności implikowanej jednego z głównych indeksów w Europie powoduje wzrost badanych zmiennych zależnych, ale także wzrost zmienności implikowanej indeksu, który się odnosi do rynku giełdowego w Stanach Zjednoczonych. Na podstawie przeprowadzonych badań można zauważyć, że zmienności stóp zwrotu z akcji dużych banków silniej reagują, aniżeli zmienności z akcji małych banków. W przypadku poziomu koncentracji bankowej, to zmienne opisujące zmienność implikowaną najsilniej wpływają na zmienności stóp zwrotu z kursów akcji w krajach o niskim poziomie koncentracji. Wskaźnik poziomu rozwoju giełdy również determinuje siłę wpływu zmienności implikowanych na badane zmienne zależne.



Ostatnim czynnikiem, który istotnie wpływa na analizowane zmienności jest współczynnik beta w modelu jednowskaźnikowym Sharpe'a. Zmienna ta jest obliczana przy użyciu regresji liniowej. Wzrost tej zmiennej mówi nam, że inwestycja w akcje badanego banku jest bardziej ryzykowna w stosunku do akcji głównego indeksu giełdowego. Wzrost tej zmiennej świadczy o wzroście ryzyka badanego banku w stosunku do głównego indeksu giełdowego. Stąd wzrost tej zmiennej powoduje wzrost badanych zmienności cen akcji. Beta wywiera najsilniejszy wpływ na badane zmienne zależne w podgrupie banków o średnim poziomie koncentracji. W przypadku badania klasyfikujące badane zmienne objaśniane wg. wskaźnika oceniającego poziom rozwoju rynku giełdowego można zauważyć, że beta wpływa silniej na zmienne zależne w krajach o średnim poziomie wskaźnika kapitalizacji giełdy do PKB.

Reasumując ten fragment recenzji należy podkreślić, że recenzowana rozprawa ma przede wszystkim charakter empiryczny. Autorka analizowała 183 banki 26 krajów w Europie w ostatnim dziesięcioleciu. Jako zmienne objaśniane zostały przyjęte 30-dniowe, 60-dniowe, 90-dniowe, 180-dniowe i 360-dniowe zmienności historyczne stóp zwrotu z kursów tych akcji. Autorka poszukiwała istotnych statystycznie związków tych zmiennych zarówno z czynnikami zewnętrznymi (makroekonomicznymi) jak i wewnętrznymi (stopy zwrotu na akcjach dla różnych okresów). Analiza dokonana została w dwu zasadniczych przekrojach: regionalnym (kraje tzw. starej i nowej Europy oraz całej UE) oraz wielkości analizowanych banków.

Badania przeprowadzone przez Doktorantkę mają unikatowy charakter. Literatura światowa zawiera pewną ilość prac z tego zakresu dotyczących innych regionów, są to jednak dane wcześniejsze, ponadto dotyczące okresów obciążonych jeszcze skutkami kryzysu subprime oraz zastosowanych krótko po nim interwencji organów państwowych. Trudno przy tym znaleźć badania, które obejmowałyby tak dużą ilość zmiennych, analizowanych w jednolitej metodologii, w tych samych szeregach czasowych oraz danych pobranych z jednolitego źródła (Reuters). Z tego punktu widzenia wnioski przedstawione w pracy są trudne do podważenia. Wnioski te są także, na ogół, zgodne z intuicją ekonomiczną, chociaż można także wskazać na niektóre z nich, które wydają się być sprzeczne z tą intuicją. Np. wniosek mówiący o tym, że wzrost kapitalizacji giełdy w badanych krajach powoduje wzrost zmienności stóp zwrotu (str. 180) budzi tego rodzaju wątpliwości, gdyż wzrost kapitalizacji jest miernikiem rozwoju giełdy, co powinno przyczyniać się do ograniczenia zmienności

(ryzyka). Wątpliwości te są spowodowane dodatkowo stwierdzeniem, że podobny wskaźnik (wartość obrotów) działa w przeciwnym kierunku.

4. Pozostałe uwagi

4. 1. Uwagi o charakterze merytorycznym

W recenzowanej pracy używane są dwa pojęcia: stopy zwrotu z akcji oraz stopy zwrotu z cen akcji. Autorka nie wyjaśnia różnic między tymi pojęciami. Jeżeli dobrze rozumiem intencje Doktorantki pojęcie „stopy zwrotu z cen akcji” oznacza stopę zwrotu wynikającą tylko ze zmian cen (zyski kapitałowe), natomiast pojęcie „stopy zwrotu z akcji” oznacza łączny zwrot, obejmujący zyski (straty) kapitałowe oraz dywidendy. Oczywiście stopy zwrotu mierzone za pomocą tych dwu miar mogą się różnić istotnie, co wpływałoby na wyniki analizy.

Można mieć także wątpliwości co do sposobu ujęcia, przynajmniej niektórych, zmiennych objaśniających – czy chodzi o ich wartości czy też zmienność tych wartości. Np. na stronie 163 Doktorantka pisze, że: „Campbell i Hentschel dowiedli, że zmienności stóp zwrotu rosną wraz ze zmiennością wiadomości o dywidendzie”.

Trudno zgodzić się ze stwierdzeniem ze strony 11, że „Waluty i instrumenty finansowe nie mają wartości użytkowej, dzięki czemu inwestorzy nie ponoszą kosztów magazynowania oraz transportu, a posiadanie ich wynika z chęci osiągnięcia tylko i wyłącznie zysku przez inwestora”. Nie wchodząc w szczegółową dyskusję na temat wartości, wartości użytkowej itp. trzeba zaznaczyć, że np. usługi posiadają wartość użytkową a nie mogą być przedmiotem magazynowania, a zatem nie łączą się z nimi koszty magazynowania. W przypadku instrumentów finansowych możemy mówić o kosztach ich „magazynowania” w postaci kosztów utraconych możliwości – jeżeli zakupimy określone akcje, to posiadanych środków pieniężnych nie możemy zainwestować w zakup innych instrumentów finansowych. Zresztą w modelach wyceny akcji ten swoisty koszt jest uwzględniany w postaci stopy dyskontowej w rachunku teraźniejszej wartości netto oczekiwanego strumienia dochodów pieniężnych z tytułu posiadania akcji.

Mając na uwadze te niejasności wydaje się, że w ogóle przedmiotem badania powinny być kursy akcji, a konkretnie ich zmienność. Oczywiście zmienność kursów jest ważnym czynnikiem determinującym zmienność stóp zwrotu. Zresztą Autorka nie jest konsekwentna – na stronie 14 pisze, że „Przedmiotem analiz w tej



pracy są ceny akcji". Sam tytuł pracy także wskazuje, że przedmiotem badania są czynniki kształtujące parametr zmienności cen akcji banków. Czytelnik może zatem mieć wątpliwości co jest w rzeczywistości przedmiotem badania: zmienność stóp zwrotu czy zmienność cen akcji.

Podobne wątpliwości powstają w związku ze stwierdzeniami zawartymi na stronie 50, gdzie Autorka pisze: „... warto wspomnieć o danych asymetrycznych, które charakteryzują się występowaniem nagłych spadków stóp zwrotu, zaś rzadko można zaobserwować nagły wzrost stóp zwrotu. Do takich zmiennych należą ceny akcji”.

Wymienione na stronie 11 rodzaje instrumentów finansowych nie obejmują wszystkich grup; Autorka pominęła instrumenty pochodne.

Na stronie 22 Autorka stwierdza, że „Analizując wykres spółki technologicznej oraz banków, można zauważyć, że wysokie stopy zwrotu z kursów akcji dla wybranych banków pojawiały się przede wszystkim przy spadkach ich cen akcji”. Moim zdaniem chyba jest odwrotnie – wysokie zwroty z cen akcji pojawiają się w przypadku ich wzrostu. Chyba, że Autorka badała tzw. krótką sprzedaż, ale na ten temat nie ma w recenzowanej rozprawie informacji.

Interpretacja niektórych zmiennych objaśniających budzi wątpliwości. Np. omawiając (str. 78) relacje długu krótkoterminowego i długoterminowego do aktywów Doktorantka stwierdza, że „...Wzrost wskaźnika długoterminowego długu do aktywów może sugerować, że instytucje te zwiększą swoje ryzyko...”. Chyba jest odwrotnie – wzrost długoterminowych źródeł finansowania zmniejsza ryzyko podmiotu. Na tej samej stronie omawiając wskaźniki inwestycji krótkoterminowych i długoterminowych do aktywów ogółem Doktorantka nie wskazuje, które inwestycje powodują zwiększenie a które zmniejszenie ryzyka.

Wątpliwości budzi także stwierdzenie (str. 81), że wyższe wartości wskaźnika C/Z oznaczają mniejsze ryzyko nabycia akcji banku. Podobne wątpliwości dotyczą wskaźnika wartość księgowa na jedną akcję oraz cena/wartość księgowa.

Omawiając zmienne makroekonomiczne nie wskazano kierunku ich oddziaływania. Dotyczy to np. wskaźnika wzrostu PKB, CPI, PPI czy też dynamiki sprzedaży detalicznej (str. 89). O ile np. zmiana PKB jest łatwa do interpretacji ekonomicznej,

to np. interpretacja wskaźnika inflacji nie jest jednoznaczna i może rodzić wątpliwości.

Podobne wątpliwości budzi opis wskaźników odzwierciedlających koszt pieniądza w czasie. Autorka nie precyzuje czy wzrost kosztu pieniądza w czasie jest czynnikiem zwiększającym czy zmniejszającym zmienność badanych stóp zwrotu.

Na stronie 104 Autorka wymienia kraje europejskie, których nie ujęto w badaniu wymieniając m. in. Ukrainę. Tymczasem w podsumowaniu na stronie 225 stwierdza się, że wyniki badania, które wskazują na odrzucenie postawionej hipotezy, mogą wynikać z faktu, że w badaniu ujęto małe banki z Ukrainy czy Rosji.

Pewne wątpliwości powstają również w związku z interpretacją niektórych wyników badań. Np. Autorka pisze, powołując się na wyniki badań prezentowanych w literaturze światowej, że około 1/3 zmienności może być wyjaśnionych zmiennymi makroekonomicznymi. Nie wiemy jednak czy czynnikiem tym jest zmiana poziomu np. inflacji czy stóp procentowych czy też ich wahania (zmienność).

4. 2. Uwagi o charakterze formalnym

W recenzowanej rozprawie można dostrzec wiele błędów o charakterze formalnym, które obniżają jej jakość. Wynikają one z niedokładnej korekty tekstu lub też błędów popełnianych przez Autorkę.

Błędy pierwszego rodzaju występują w całej pracy i można je zauważyć np. na stronach: 11, 12, 13, 15, 45, 59, 68, 89, 91, 100, 110, 119, 132, 166, 172, 189, 192, 226.

Z kolei w ramach błędów popełnianych przez autorkę można między innymi wskazać:

- używanie słowa „aktywa” w liczbie pojedynczej, które w języku polskim w liczbie pojedynczej nie występuje,

- na stronie 59 stwierdzenie „...wartość teoretyczna opcji zależy od zmienności, która jest doświadczeniem w przyszłości to zmienność implikowaną” jest niezrozumiałe,



- Autorka wielokrotnie (np. na str. 142) używa nieprawidłowego stwierdzenia: „....istotnie statystyczny wpływ na badane zmienne ma...”.

Przedstawione wyżej przykłady błędów stylistycznych i formalnych nie wyczerpują wszystkich zauważonych w tekście uchybień – stanowią one tylko ilustrację dostrzeżonych nieprawidłowości o tym charakterze.

Konkluzja

Na podstawie wcześniej sformułowanych uwag, pomimo przedstawionych wątpliwości oraz uwag krytycznych, stwierdzam, że recenzowana rozprawa doktorska spełnia warunki stawiane rozprawom doktorskim. Jest samodzielным opracowaniem naukowym, które dowodzi, że Autorka potrafi sformułować problem naukowy, postawić hipotezy badawcze, dobrać odpowiednie metody badawcze oraz zinterpretować wyniki przeprowadzonych badań. W związku z powyższym stawiam wniosek o dopuszczenie Pani mgr Katarzyny Niewińskiej do publicznej obrony rozprawy doktorskiej pt. „Czynniki kształtujące parametr zmienności cen akcji banków”.

