

Warszawa, 6 kwietnia 2019 roku

Prof. dr hab. Krzysztof Jackowicz
Katedra Bankowości, Ubezpieczeń i Ryzyka
Akademia Leona Koźmińskiego w Warszawie

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgra Pawła Pisanego zatytułowanej
„Uwarunkowania rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw,
emitowanych w walucie krajowej, na przykładzie wybranych gospodarek
azjatyckich w kontekście doświadczeń z kryzysu 1997”**

1. Wprowadzenie

Recenzowana rozprawa podejmuje ważny i interesujący problem badawczy. Zajmuje się bowiem czynnikami determinującymi rozwój rynku dłużnych papierów wartościowych. Ten ostatni zaś ma w gospodarce znaczenie podwójne. W ujęciu mikro pozwala przedsiębiorstwom elastyczniej kształtować strukturę ich finansowania. W skali makro zaś – współdecyduje o podatności gospodarek na transmisję szoków z sektora finansowego do sektora realnego, zapewniając alternatywny - w stosunku do banków i innych pośredników finansowych – kanał przepływu siły nabywczej od oszczędzających do inwestujących. Omawiane w pracy zagadnienie dodatkowo czyni ciekawym to, że w literaturze przedmiotu nie ma zgodności co do determinant rozwoju rynków dłużnych papierów wartościowych. Zasadność podjęcia przez Doktoranta dociekań w opisanym powyżej obszarze jest zatem bezdyskusyjna.

Szczęśliwie w przypadku omawianej rozprawy w parze z rangą zagadnienia badawczego idzie dobra jakość analiz teoretycznych i empirycznych. Doktorant dobrze zna poruszane w pracy zagadnienia, orientuje się w dorobku literatury przedmiotu i najnowszej historii gospodarczej, zna i generalnie właściwie stosuje ilościowe metody wnioskowania. Cechy te sprawiają, że moja ocena całości rozprawy, mimo

przedstawionych w dalszej części recenzji, uwag krytycznych i polemicznych jest jednoznacznie pozytywna.

Praca ma tradycyjną budowę. Składa się z wprowadzenia, obszernego rozdziału podsumowującego oraz trzech rozdziałów prezentujących zasadnicze rozważania. Te ostatnie poświęcone są w uproszczeniu kolejno: krótkiej systematyzacji dorobku literatury przedmiotu, omówieniu historycznego tła rozważań zawartych w pracy oraz prezentacji metodyki i wyników własnego badania empirycznego. Ze względu na standardowość układu pracy (w pozytywnym tego słowa znaczeniu) nie będę zanudzał potencjalnych czytelników tej recenzji bardziej szczegółowym przedstawianiem struktury i zawartości poszczególnych rozdziałów rozprawy. Skoncentruję się natomiast w kolejnych częściach recenzji na głównych atutach pracy (podpunkt 2), uwagach polemicznych i krytycznych (podpunkt 3) oraz spostrzeżeniach szczegółowych (podpunkt 4). Recenzje wieńczą wnioski końcowe.

2. Zalety recenzowanej rozprawy

Jak już wspomniałem, moja jednoznacznie pozytywna opinia o recenzowanej pracy wynika z dobrej znajomości przez Doktoranta zarówno dorobku literatury przedmiotu, jak i elementów warsztatu badawczego. Obie te cechy pozwalają mgrowi Pawłowi Pisanemu na prowadzenie przekonujących, własnych analiz jakościowych i ilościowych. W recenzji chciałby zwrócić szczególną uwagę na dwa atuty pracy

Po pierwsze, w rozdziale trzecim odnajdujemy interesującą, dobrze napisaną i przekonującą w warstwie wniosków analizę tzw. kryzysu azjatyckiego. Autor słusznie podkreśla rolę napływu finansowania zagranicznego i występowania podwójnego niedopasowania terminowego i walutowego w gospodarkach azjatyckich. Swoje rozważania bogato ilustruje danymi statystycznymi. Dobrze też diagnozuje błędy w odpowiedzi na pojawienie się zjawisk kryzysowych, zwłaszcza w pierwszej ich fazie. Omawiana część rozważań bez wątplenia dowodzi erudycji Autora.

Po drugie, w sposób oczywisty poważnym atutem pracy jest obszerne badanie empiryczne determinant rozwoju rynku dłużnych papierów wartościowych w 10 gospodarkach azjatyckich w latach 1995-2014. Silną, godną podkreślenia stroną tego badania jest ostrożność metodyczna Autora. Przejawia się ona dwóch aspektach. Z

jednej strony Doktorant starannie dobiera metody wnioskowania ekonometrycznego, testuje ich założenia. Ostatecznie, za główne narzędzie wnioskowania obiera statyczną estymację panelową z efektami ustalonymi dla krajów. Z drugiej strony zaś Autor rozprawy przeprowadza szereg robustness checków obejmujących zmiany w konstrukcji modeli, kompozycji próby i rodzaju wykorzystanej metody estymacji. Godne podkreślenia jest to, że Autor rozprawy sam w końcowej części rozdziału czwartego identyfikuje pewne słabości swoich rozważań. W mojej ocenie, generalnie badanie jest przeprowadzone poprawnie, z zachowaniem dobrego standardu obliczeniowego i w zakresie wnioskowania. Sposób analizy w rozdziale czwartym wskazuje też na niebagatelną wiedzę Autora w zakresie użycia metod ilościowych w dociekaniach empirycznych w obszarze ekonomii i finansów. Przedstawione w dalszej części recenzji uwagi krytyczne i polemiczne sformułowane w stosunku do części badawczej rozprawy nie zmieniają ogólnie wysoce pozytywnego mojego odbioru recenzowanej pracy.

3. Uwagi polemiczne i krytyczne

Obowiązkiem recenzenta jest jednak przede wszystkim wskazanie tych elementów pracy, które albo budzą pewne zastrzeżenia, albo mogłyby być udoskonalone. Moje zasadnicze uwagi krytyczne i o charakterze polemicznym pozwoliłem sobie przedstawić poniżej w punktach.

1. **Sformułowanie tezy i hipotez.** Teza główna jest wprowadzona na s. 9 recenzowanej pracy (a później powtórzona w rozdziale badawczym), nagle, bez podbudowy teoretycznej i empirycznej. Dodatkowo, teza ta jest moim zdaniem nieprawidłowo zbudowana. Teza wyraźnie rozpada się na dwie części. Pierwsza mówi o czynnikach stymulujących rozwój rynku dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw. Ta część, z uwagi na swoją szczegółowość i brak związku z dotychczasowymi rozważaniami, wygląda jak antycypacja wyników badania empirycznego. Druga traktuje o relacjach rynku papierów dłużnych przedsiębiorstw oraz kredytu bankowego z ewolucją systemu finansowego. Teza jest, w mojej ocenie, zbyt długa i szczegółowa oraz wewnętrznie niespójna. Podobne problemy, jak w przypadku tezy, występują w odniesieniu do hipotez badawczych (s. 95). Pojawiają się one bez uzasadnienia

dorobkiem literatury przedmiotu, jedna po drugiej, w postaci prostego wyliczenia. W moim przekonaniu, każda z hipotez powinna być wyprowadzona z istniejącego empirycznego lub teoretycznego dorobku literatury przedmiotu.

2. **Rozwój rynku dłużnych papierów wartościowych firm a stabilność finansowa.** W rozumowaniu Autora często przewija się myśl, że rozwój bezpośredniego kanału finansowania przedsiębiorstw będzie sprzyjać stabilności finansowej, ponieważ doprowadzi do dywersyfikacji źródeł finansowania przedsiębiorstw. Jest to rozumowanie słuszne, ale, w moim przekonaniu, niepełne. Jeśli chcemy się wypowiadać o końcowym efekcie dla stabilności finansowej, trzeba dodatkowo wziąć pod uwagę odpowiedź banków i innych pośredników finansowych na zwiększoną konkurencję ze strony tzw. otwartych rynków finansowych. Otóż, wzrost konkurencji (czy to z sektora, czy to spoza niego), obok wielu korzystnych zmian, jak zwiększony nacisk na podnoszenie efektywności działania, przynosi zmniejszenie tzw. wartości licencji bankowej (ang. *charter value*), czyli bieżącej wartości rent ekonomicznych dla właścicieli banku. Konsekwencją spadku wartości licencji może zaś być, jak wskazuje literatura traktująca o dyscyplinie rynkowej w sektorze finansowym, wzrost zachęt do podejmowania ryzyka, zwłaszcza w warunkach istnienia sformalizowanej i domyślnej sieci bezpieczeństwa.
3. **Metodyka (1). Struktura opóźnień regresorów.** Jak wynika z tabel, opisu zmiennych i przed wszystkim ogólnej postaci szacowanych modeli ekonometrycznych na s. 126, Doktorant używa zmiennych objaśniających współbieżnych w stosunku do zmiennych objaśnianych. Jest to rozwiązanie, które może budzić pewne zastrzeżenia merytoryczne. Zmiany instytucjonalne, a nawet makroekonomiczne przekładają się bowiem na wolumen instrumentów w obrocie i roczne emisje obligacji z opóźnieniem (i to czasami znacznym). Dlatego sądzę, że zasadne byłoby wprowadzenie i przetestowanie różnych opóźnień zmiennych niezależnych. Być może nawet warto byłoby rozważyć użycie uśrednionych w czasie i opóźnionych zmiennych objaśniających.

4. **Metodyka (2). Założenie o homogeniczności.** Spełnienie założenia o homogeniczności zależności przyczynowo-skutkowych w badanej próbie, wbrew stanowisku Doktoranta, nie jest, w moim przekonaniu, pewne z uwagi na obecność w próbie krajów takich jak: Chiny i Malezja. Uwaga ta wiąże się w z moimi zastrzeżeniami dotyczącymi doboru próby przedstawionymi w dalszej kolejności.
5. **Metodyka (3). Outliery.** Na s. 116 Autor przedstawia statystykę opisową zmiennych uwzględnionych w badaniu. W przedstawionym opisie nie doszukałem się informacji o sposobie analizy i ewentualnej eliminacji wartości odstających. Moje wyczucie badawcze wskazuje, że tzw. *outliery* są obecne przynajmniej w rozkładzie dwóch regresorów uwzględnionych w Tabeli 5.
6. **Metodyka (4). Liczba regresorów.** Liczba szacowanych parametrów, uwzględniając efekty stałe, zbliża się do 20. Jednocześnie liczebność próby w wielu specyfikacjach spada do ok. 100 obserwacji. W tych przypadkach oceniam, że liczba regresorów jest wysoka w stosunku do liczby obserwacji, co może rzutować na jakość wnioskowania statystycznego, a dalszej kolejności na interpretacje w kategoriach ekonomicznych.
7. **Czynniki instytucjonalne.** Wnioskowanie o roli czynników instytucjonalnych komplikują dwa fakty. Po pierwsze, liczba krajów w próbie jest ograniczona, a zmienność w czasie czynników instytucjonalnych jest z natury rzeczy ograniczona. Po drugie, użycie estymatora z efektami ustalonymi dla krajów jako podstawowego narzędzia badawczego nie pozwala na pełną analizę znaczenia, jak już wspominałem, w miarę stałych w czasie czynników instytucjonalnych.
8. **Dobór próby.** W odniesieniu do wyboru próby chciałbym sformułować dwa zastrzeżenia. Po pierwsze, w analizowanym regionie emitowane są zarówno tradycyjne obligacje, jak też obligacje zgodne z prawem islamskim, które w zakresie określania wynagrodzenia nabywcy są bardziej zbliżone do

instrumentów właścicielskich niż dłużnych. Powstaje zatem pytanie, czy ta heterogeniczność instrumentów nie zaburza wnioskowania co do determinant rozwoju rynku dłużnych papierów wartościowych. Po drugie, w próbie obecne są Chiny. Sam Autor zauważa na s. 86, że rola państwa w sterowaniu rynkiem jest tam duża, dodam już od siebie, nieporównanie większa niż w innych państwach regionu. Częściowym rozwiązaniem problemu jest wyłączenie Chin z próby w niektórych *robustness checkach*. Zastanawiam się jednak, czy rynek chiński z uwagi na swoją specyfikę w ogóle powinien znaleźć się w próbie. Można podejrzewać bowiem, że w Chinach związki rozwoju rynku z cechami instytucjonalnymi i makroekonomicznymi są odmienne niż w innych analizowanych krajach.

9. **Użyte wyjaśnienie istnienia pośrednictwa finansowego.** Autor w swoich rozważaniach (np. s. 65) nawiązuje do tzw. tradycyjnego wyjaśnienia przyczyn istnienia pośredników finansowych, którzy z uwagi na korzyści skali i specjalizacji lepiej radzą sobie z problemami informacyjnymi na niedoskonałych i niekompletnych rynkach. Aby analiza pośrednictwa finansowego i wpływu na nie rozwoju rynku obligacji przedsiębiorstw była pełna, myślę, że należy dodatkowo rozważyć nurt rozważań o przyczynach istnienia banków akcentujący funkcje związane z ryzykiem, takie jak: transfer ryzyka, absorpcja ryzyka i obniżanie kosztów partycypacji (Allen i A. Santomero 1998, 2001; Scholtens i van Wensveen, 2000).

10. **Konstrukcja pracy.** W tym podpunkcie chciałbym zasygnalizować kilka problemów. Rozdział drugi ma za zadanie umiejscowić rozważania Autora w istniejącej literaturze przedmiotu. Rozdział ten liczy jednak zaledwie 7 stron i stanowi w gruncie rzeczy dość pobieżny przegląd literatury przedmiotu dotyczącej emisji instrumentów dłużnych przez przedsiębiorstwa. Dodatkowo w tym krótkim rozdziale Autor niejednakowo traktuje pozycje literatury przedmiotu. Niewielką ich część krótko omawia, w stosunku do reszty poprzestaje na nocie bibliograficznej. W związku z tym zawartość rozdziału drugiego nie pozwala Autorowi osiągnąć postawionego, jak najbardziej słusznego celu – umiejscowienia własnych badań – w kontekście istniejących dociekań.

Zastanawiam się, czy ten krótki rozdział, w jeszcze bardziej syntetycznej postaci nie powinien być częścią wprowadzenia, tym bardziej, że na końcu rozdziału drugiego Doktorant powraca do problemu wkładu rozprawy do literatury przedmiotu, a więc zagadnienia, któremu sporo miejsca poświęca właśnie we wprowadzeniu. Rozdział 3 dla porównania liczy 70 stron i wyraźnie rozpada się na dwie części, które z powodzeniem mogłyby stanowić oddzielne rozdziały. Pierwsza z nich diagnozuje przyczyny tzw. kryzysu azjatyckiego oraz na tym tle szkicuje korzyści z rozwoju dodatkowego kanału finansowania przedsiębiorstw. Druga zaś omawia kroki prawne i instytucjonalne wspierające rozwój rynku dłużnych papierów wartościowych w całym regionie i poszczególnych jego krajach. Wreszcie, nietradycyjny i dyskusyjny charakter, w moim odczuciu, ma rozdział wieńczący rozprawę. Jego początkowy fragment, podsumowujący wyniki weryfikacji hipotez częściowych, merytorycznie lepiej pasuje do rozdziału poprzedniego. Środkowa część rozdziału piątego z kolei, poświęcona krótkiej prezentacji polskiego rynku dłużnych papierów wartościowych i sformułowaniu zaleceń dla naszego kraju, po pewnym rozbudowaniu, mogłaby być interesującym, oddzielnym rozdziałem. Zakończenie zaś, w ścisłym tego słowa znaczeniu, zajmuje zaledwie jedną stronę i ma bardzo skrótowy charakter.

4. Spostrzeżenia szczegółowe

W tym podpunkcie przedstawiam szereg uwag o mniejszym znaczeniu merytorycznym. Podobnie jak poprzednio, porządkuję moje rozważania w punktach. Kolejność uwag nie ma związku z ich znaczeniem merytorycznym. Wynika natomiast z miejsca pojawiania się w recenzowanej rozprawie omawianych problemów i niedoskonałości.

- Autor w swoich rozważaniach odnosi się z reguły do doświadczeń krajów rozwijających się i mocno dotkniętych kryzysem azjatyckim z roku 1997. Tymczasem w próbie badawczej są z jednej strony zarówno kraje rozwinięte, jak i rozwijające się, a z drugiej strony kraje mniej i bardziej dotknięte tzw. kryzysem azjatyckim. Tworzy to pewnego rodzaju niekonsekwencję w rozumowaniu prowadzonym w rozprawie.

- We wstępie Doktorant dwukrotnie opisuje wkład rozprawy do literatury. Po raz pierwszy ogólnie na s. 11, a następnie szczegółowo na s. 12. Ten drugi opis, przed przedstawieniem wyników badania, jest, moim zdaniem, niejasny dla czytelnika, a przez to zbędny we wprowadzeniu. Kolejny powrót do tematyki oryginalności rozprawy i prowadzonych w niej badań na s. 97 jest, w moim przekonaniu, zbędny. Najlepiej podsumowanie wkładu własnego wypadła w rozdziale końcowym.
- Doktorant stosuje w rozprawie dziwny styl cytowania, w którym każda pozycja (w dłuższych wyliczeniach) jest ujęta w oddzielny nawias.
- Odniesienia do zmiennych objaśnianych na s. 53 są, w mojej ocenie, przedwczesne i przez to niepotrzebne.
- Na s. 63 znalazł się uroczy lapsus językowy „większa redukcja deprecjacji”.
- Sądzę, że opis inicjatyw wspierających rozwój rynku obligacji skarbowych (druga połowa rozdziału trzeciego) mógłby być z powodzeniem krótszy, nie jest to bowiem zasadniczy przedmiot rozważań w rozprawie.
- Na s. 87 Autor formułuje pogląd, że w przypadku braku płynnego rynku obligacji skarbowych, rynek obligacji komercyjnych nie może się rozwijać z uwagi na brak możliwości wyceny instrumentów dłużnych przedsiębiorstw. Zgadzam się, że brak empirycznej krzywej dochodowości jest utrudnieniem w wycenie, ale z pewnością niej jest to czynnik, które przekreśla samodzielnie szanse na powstanie rynku obligacji przedsiębiorstw, gdy spełnione są inne, niezbędne warunki.
- Na s. 92 Doktorant pisze o gwarancjach dorozumianych, myślę, że zgrabniejszym określeniem są gwarancje domyślne.
- Zastanawiam się, dlaczego Autor nie wykorzystał w swoich modelach tempa wzrostu PKB, tylko logarytm jego wartości bezwzględnej.
- Nie rozumiem, dlaczego na s. 175 Autor stwierdza, że uwarunkowania typu: powołanie instytucji gwarantującej emisję, czy też regionalne inicjatywy w zakresie polityki gospodarczej nie poddają się badaniu ilościowemu. Jeśli tylko uwarunkowania te nie występują w całym okresie lub/i wszystkich krajach jak najbardziej poddają się analizie ekonometrycznej. Możliwe jest wprowadzenie zmiennych binarnych kodujących tego rodzaju zjawiska oraz tzw. *interaction*

terms pomiędzy wspomnianymi zmiennymi binarnymi a zmiennymi testującymi główne hipotezy Doktoranta.

5. Wnioski końcowe

Recenzowana rozprawa dowodzi, w moim przekonaniu, umiejętności Doktoranta w zakresie zaproponowania oryginalnego rozwiązania ważnego problemu naukowego. Doktorant dobrze zna literaturę przedmiotu, umiejętnie z niej korzysta, poprawnie ilustruje swoje rozważania faktami z historii gospodarczej i danymi statystycznymi. Autor rozprawy dysponuje też dobrym warsztatem naukowym. Właściwie dobiera narzędzia badawcze. Zdaje sobie także sprawę z ograniczeń zastosowanych metod. Przedstawione w recenzji uwagi krytyczne i polemiczne nie zmieniają **ogólnej, jednoznacznie pozytywnej oceny rozprawy mgra Pawła Pisanego**. Dlatego też stwierdzam, że **recenzowana rozprawa spełnia warunki określone w Ustawie o stopniach naukowych i tytułach naukowych z 14 marca 2003 roku i wnoszę o jej dopuszczenie do publicznej obrony w dziedzinie nauk ekonomicznych, dyscyplinie finanse**.



Krzysztof Jackowicz

Cytowane pozycje literatury przedmiotu

Allen F., Santomero A. M., 1998, The theory of financial intermediation, *Journal of Banking and Finance* 21: 1461-1485.

Allen F., Santomero A. M., 2001, What do financial intermediaries do ?, *Journal of Banking and Finance* 25: 271-294.

Sholtens B., van Wensveen D., 2000, A critique on the theory of financial intermediation, *Journal of Banking and Finance* 24: 1243-1251.