



UNIwersYTET  
WARszAWSKI

Wydział Zarządzania

Warszawa, dnia *19 marca* .....2019 r.

**dr hab. Małgorzata Olszak**

**Katedra Systemów Finansowych Gospodarki**

**Wydział Zarządzania**

**Uniwersytet Warszawski**

**email: [molszak@wz.uw.edu.pl](mailto:molszak@wz.uw.edu.pl)**

**tel: 600220333**

*Szanowna Pani*

*Prof. dr hab.*

*Marzenna Weresa*

*Dziekan Kolegium Gospodarki Światowej*

*Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie*

*Szanowna Pani Dziekan,*

W załączeniu przekazuję recenzję rozprawy doktorskiej autorstwa Pawła Pisanego, pt. „*Uwarunkowania rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw, emitowanych w walucie krajowej, na przykładzie wybranych gospodarek azjatyckich w kontekście doświadczeń z kryzysu 1997*”.

*Z powroźmieniem  
Małgorzacie Olszaki*

Załącznik:

1. Recenzja rozprawy doktorskiej

**Załącznik:**

**Recenzja rozprawy doktorskiej**

**autorstwa Pawła Pisanego**

*pt. „Uwarunkowania rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw, emitowanych w walucie krajowej, na przykładzie wybranych gospodarek azjatyckich w kontekście doświadczeń z kryzysu 1997.*

Warszawa, dnia *19 marca* .....2019 r.

dr hab. Małgorzata Olszak

Katedra Systemów Finansowych Gospodarki

Wydział Zarządzania

Uniwersytet Warszawski

email: [molszak@wz.uw.edu.pl](mailto:molszak@wz.uw.edu.pl)

tel: 600220333

## 1. Problem badawczy i hipotezy

Praca dotyczy szerszego problemu uwarunkowań rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw. Autor w sposób uzasadniony zawęża obszar badań do instrumentów dłużnych emitowanych w walucie krajowej w wybranych gospodarkach azjatyckich. Problem ten jest istotny z perspektywy teorii i praktyki finansów. Nawiązuje on do klasycznego dylematu w teorii finansów o doborze źródeł i struktury finansowania działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Jak Autor podkreśla we wprowadzeniu do rozprawy: „Celem badań jest [...] zidentyfikowanie uwarunkowań i wskazanie zależności między różnymi elementami systemu gospodarczego, które prowadziły do bezpośredniego (rynkowego) kanału pozyskiwania finansowania dłużnego przez przedsiębiorstwa.” Takie sformułowanie celu badawczego należy uznać za poprawne i trafne. Autor we wprowadzeniu (s. 12) poprawnie wskazuje na wartość dodaną pracy w stosunku do wcześniej przeprowadzonych badań na temat determinant rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw.

W pracy sformułowana została jedna główna teza badawcza (bardzo rozbudowana) oraz powiązано z nią 7 hipotez cząstkowych. Według tezy głównej: *„Czynnikami, które wpływały dodatnio na rozwój rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw emitowanych w walutach krajowych w krajach azjatyckich w latach 1995-2014 były: wielkość sektora bankowego mierzona wartością kredytu dostarczanego przez banki w relacji do PKB; ograniczony rynek obligacji skarbowych (potencjalny efekt wypychania), a także poprawiająca się jakość otoczenia instytucjonalnego (w szczególności jakość regulacji, efektywność egzekucji zobowiązań oraz poziom ochrony praw wierzyciela)”*.

Istotnym walorem pracy jest osadzenie problemu badawczego i hipotez w literaturze przedmiotu. Autor odwołał się szeroko do aktualnej i klasycznej literatury teoretycznej i empirycznej z wielu nurtów mieszczących się w dziedzinie nauk ekonomicznych, w tym finansów, ekonomii instytucjonalnej i ekonomii finansowej.

Zastrzeżenia budzi jednak zastosowanie w formułowaniu tezy głównej i hipotez częściowych określenia, że jakiś czynnik wpływał „dodatnio” lub „ujemnie” na rozwój analizowanego przez Autora zjawiska, tym bardziej, że np. we wprowadzeniu nie jest jasno zdefiniowane, jakie mierniki rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw będą stosowane w pracy. W brzmieniu hipotez czy też tezy powinno się zastosować zwroty, które wskazują jednoznacznie czy dany czynnik (determinanta/ uwarunkowanie) przyczynia się do wzrostu rynku, czy też do zmniejszenia jego skali. Przy czym, sama definicja pomiaru rozwoju rynku instrumentów dłużnych powinna być zaprezentowana już we wprowadzeniu.

Z tezy głównej i hipotez nie wynika również, czy badaniem zostały objęte przedsiębiorstwa sektora niefinansowego, czy też pośrednicy finansowi (np. banki i zakłady ubezpieczeń). Taka informacja jest to istotna z perspektywy doboru zmiennych (czynników) wpływających na rozwój rynku instrumentów dłużnych – nie można bowiem przyjmować, że te same zmienne determinują zastosowanie emisji obligacji w przedsiębiorstwach sektora niefinansowego, co w przedsiębiorstwach sektora finansowego.

Informację o rodzaju miar rynków instrumentów dłużnych uzyskujemy w rozdziale 4. Jak wynika z tego rozdziału Autor w pracy stosuje zagregowane mierniki (obejmujące zarówno sektor niefinansowy i finansowy), które są następnie dzielone na wskaźniki dla poszczególnych sektorów gospodarki. Zatem teza i hipotezy powinny być sformułowane w nawiązaniu do specyfiki poszczególnych sektorów (tj. finansowego i niefinansowego).

## **2. Metody badawcze i dane zastosowane w pracy**

W rozprawie doktorskiej mgr-a Pawła Pisanego zastosowano adekwatne do sformułowanego problemu naukowego metody badawcze, zarówno jakościowe, jak i ilościowe. Metody o charakterze jakościowym obejmują analizę krytyczną literatury przedmiotu, obejmującą szeroki wielowątkowy przegląd opracowań teoretycznych i empirycznych.

Metody ilościowe zastosowane w pracy obejmują klasyczne narzędzia analizy statystycznej zjawisk, tj. statystyki opisowe, analizę korelacji, oraz właściwe dla ekonometrii regresyjne techniki estymacji zjawisk ekonomicznych. Istotną zaletę pracy stanowi gruntowne uzasadnienie doboru poszczególnych technik estymacji parametrów regresji panelowej.

Do istotnych zalet pracy należy zaliczyć również dobór danych do badania. Pochodzą one z wiarygodnych źródeł takich jak baza Banku Światowego Global Financial Development Database, Asian Bonds Online, czy też baza dotycząca ochrony praw wierzycieli opracowana przez Djankov-a i in. (2007).

### **3. Struktura i wymogi formalne pracy**

Praca ma poprawną strukturę pod względem formalnym. Na strukturę tę składa się pięć rozdziałów, w tym wprowadzenie i zakończenie oraz bibliografia, spis rzeczy i streszczenia w języku polskim i angielskim. Objętość pracy stanowi 218 stron – bez streszczeń, i 233 strony ze streszczeniami..

Poszczególne rozdziały układają się w logiczną strukturę. W rozdziale pierwszym (pt. Wprowadzenie) Autor zaprezentował cel badań, wskazał na teoretyczne i praktyczne znaczenie badań, w tym na wartość dodaną badań, oraz zaprezentował zarys struktury pracy.

W rozdziale drugim Autor prezentuje przegląd literatury przedmiotu powiązanej z problematyką poruszaną w pracy. Rozdział ten liczy zaledwie 7 stron i wydaje się, że właściwsze byłoby połączenie go z rozdziałem 3 – oczywiście po uprzednim zmodyfikowaniu tytułu rozdziału 3.

Trzeci rozdział prezentuje charakterystykę rynków instrumentów dłużnych przedsiębiorstw w wybranych krajach azjatyckich, z uwzględnieniem roli kryzysu z 1997 r. w specyfice rozwoju tych rynków.

Czwarty rozdział prezentuje metodologię badania rozwoju rynków instrumentów dłużnych przedsiębiorstw wraz z charakterystyką danych, doбором metod badawczych oraz interpretacją wyników badań w świetle dotychczasowych prac. Rozpoczyna się on ponownym przytoczeniem tezy głównej (zawartej we wprowadzeniu) oraz prezentacją hipotez częściowych. Następnie Autor identyfikuje, w jakim zakresie przeprowadzone przez niego badanie stanowi wkład do literatury przedmiotu. W rozdziale tym przedstawiono również statystyki opisowe oraz kryteria doboru metod estymacji parametrów regresji. Autor przedstawił w tym rozdziale wyniki badań ilościowych, jak i testowanie odporności wyników badania.

Rozdział piąty zawiera podsumowanie wyników badania, w tym wnioski płynące z pracy i rekomendacje, w szczególności w odniesieniu do Polski.

Do dysertacji dołączono streszczenie w języku polskim i angielskim.

Spis rzeczy obejmuje: 23 tabele, 16 wykresów, 4 panele wykresów oraz 2 schematy. Zestawienie bibliograficzne z kolei składa się z ponad 200 pozycji.

Do zalet pracy struktury pracy należy również konstrukcja treści wprowadzenia i zakończenia. Wprowadzenie przybliży czytelnikowi zagadnienia poruszane w pracy. Natomiast podsumowanie logicznie koresponduje z wstępem i prezentuje główne refleksje wynikające z przeprowadzonych badań.

#### **4. Dobór i sposób wykorzystania źródeł**

W treści pracy wykorzystano bogatą i wystarczającą co do liczby pozycji (236 opracowań) literaturę przedmiotu, na którą składają się:

- pozycje zwarte;
- pozycje artykułowe i working papers;

- materiały źródłowe;

- dokumenty.

Pewnym ograniczeniem spisu tej literatury jest brak jej uporządkowania. W pracy powinien być jasny podział literatury na grupy (np. takie jak wymieniłam w poprzednim paragrafie).

Wybrana w pracy literatura jest adekwatna do tematu pracy i została poprawnie wykorzystana w rozprawie. W szczególności, przedstawiony w pracy wykaz literatury zawiera zarówno opracowania krajowe, jak i obcojęzyczne (w tym anglojęzyczne). Autor umiejętnie czerpie z dorobku literatury właściwej dla dziedziny nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.

Źródła w pracy wykorzystano zgodnie z regułami redakcji i cytowania właściwymi dla stylu APA. Autor stosuje ten styl poprawnie.

## **5. Uwagi szczegółowe**

Recenzowana rozprawa doktorska spełnia wymogi merytoryczne i formalne przewidziane dla tego typu prac. Jest opracowaniem oryginalnym, w którym zaproponowano kompleksowe rozwiązanie problemu badawczego, na bardzo dobrym poziomie merytorycznym. Jednak jak każde opracowanie odnoszące się do rozległego problemu badawczego, a zatem obejmujące złożoną koncepcję badawczą, zawiera pewne niedociągnięcia i usterki.

W celu uproszczenia, podzielę je na istotne problemy i nieistotne problemy.

### **W odniesieniu do problemów istotnych pracy:**

1/ Nieprecyzyjne sformułowanie głównej tezy badawczej – co podnosiłam przy omawianiu tezy głównej pracy, oraz brak podziału czynników wpływających na rozwój rynku instrumentów dłużnych na te, które dotyczą sektora niefinansowego oraz te, które są istotne

*M. Olszka*

dla sektora finansowego, w szczególności bankowego. Autor stosuje te same zmienne jako czynniki wyjaśniające rozwój rynku instrumentów dłużnych sektora niefinansowego i sektora finansowego. Kontrowersyjne jest w tym przypadku np. stosowanie kredytu bankowego jako zmiennej wyjaśniającej rozwój rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw finansowych – wśród których znajdują się banki. W sektorze bankowym emisja obligacji może być podyktowana realizacją założeń trzeciego filaru bazylejskich standardów adekwatności kapitałowej – tzw. Dyscypliny rynkowej w bankowości. W odniesieniu do sektora finansowego (bankowego) istotne znaczenie może mieć również rozwój innych rynków hurtowych, np. rynku międzybankowego, rynku instrumentów zabezpieczonych hipoteką oraz - w przypadku banków - kształtowanie się wskaźnika kredytów do depozytów (LtD, Loans to Deposits).

2/ Słabo rozwiązany problem endogeniczności - W konstrukcji postaci funkcyjnej modelu rozpatrywanego w pracy (s. 126) miara rozwoju rynku instrumentów dłużnych z okresu  $t$  jest wyjaśniana czynnikami pochodzącymi z tego samego okresu. Staje się to istotnym źródłem endogeniczności, w szczególności biorąc pod uwagę fakt, że Autor wykorzystuje w pracy dane makroekonomiczne. Problem endogeniczności w badaniach wykorzystujących roczne dane makroekonomiczne zazwyczaj rozwiązuje się częściowo stosując opóźnione o jeden okres zmienne objaśniające lub - przy odpowiednio dużej liczbie podmiotów – estymator GMM Arellano i Bond-a (1991) lub Blundell-a i Bond-a (1998). Nasuwa się zatem pytanie, czy Autor rozważał alternatywne wersje modelu, z opóźnionymi zmiennymi objaśniającymi.

3/ Niewystarczająco uzasadniony dobór niektórych zmiennych objaśniających lub dobór zmiennych, które wyjaśniają to samo zjawisko. Wprawdzie przy prezentacji każdej zmiennej objaśniającej Autor wskazuje literaturę, w której stosowane i definiowane były poszczególne zmienne. Natomiast niektóre zmienne wydają się kontrowersyjne w świetle problemu badawczego. Wymienię w dalszej części wybrane z nich, które można uznać za najbardziej problematyczne.

*Molonek*



Autor stosuje dwa wskaźniki efektywności (ROA – rentowność aktywów; i NIM – marżę odsetkową) sektora bankowego, które w poprzednich badaniach były stosowane w kontekście badania specyfiki bankowości uniwersalnej (por. Benston, 1994) oraz w identyfikacji roli sektora finansowego w kryzysach finansowych (Greenspan, 1999). W sensie teoretycznym i empirycznym, efektywność sektora bankowego może mieć znaczenie dla sukcesu emisji obligacji przez banki, ale niekoniecznie dla rozwoju rynku obligacji przedsiębiorstw niefinansowych. Zatem nie jest jasne, jaka w sensie teoretycznym, może być rola wskaźników efektywności sektora bankowego, dla emisji obligacji przez przedsiębiorstwa niefinansowe.

Standardowo w niektórych pracach nad rynkami instrumentów dłużnych stosowane są wskaźniki koncentracji sektora bankowego, jako miara siły rynkowej banków – co jest błędne. Merytorycznie uzasadnione jest zastosowanie w takim przypadku miar natężenia konkurencji w sektorze bankowym, np. Indeksu Lerner'a czy też statystyki H Panzar-a – Rosse-a. Autor zatem w przyszłych pracach badawczych powinien rozważyć miary nasilenia konkurencji, a nie proste miary struktury rynku bankowego. Autor powinien również dać głębsze uzasadnienie teoretyczne dla zastosowania miar siły rynkowej (czy też intensywności konkurencji) jako determinanty rozwoju rynku obligacji przedsiębiorstw, w szczególności przedsiębiorstw niefinansowych. Nasuwa się bowiem uzasadnione pytanie jaki może być wpływ konkurencji w sektorze bankowym na rozwój rynku obligacji przedsiębiorstw niefinansowych, w szczególności, która z trzech głównych teorii określających związek między konkurencją i aktywnością banków może mieć zastosowanie w kontekście rozwoju rynku obligacji przedsiębiorstw niefinansowych.

W pracy zastosowano jako miernik jakości instytucji wskaźnik ochrony wierzycieli (dalej jako CreditorProt), zaprezentowany w opracowaniu Djankov-a i in. (2007). W analizie regresji Autor zastosował ten wskaźnik podniesiony do kwadratu. Nie wyjaśnił jednak z jakiego powodu zastosowany został kwadrat tego wskaźnika. Zauważyć również należy, że wskaźnik ten jest determinantą rozwoju kredytu bankowego, mierzonego jako udział kredytu prywatnego do PKB. Z badań Djankov-a i in. (2007) wynika, że wzrost wskaźnika

CreditorProt (a więc poprawa jakości instytucji) wiąże się ze wzrostem udziału kredytu w PKB. Autor w prezentacji informacji o tym wskaźniku nie wyjaśnił wystarczająco jak lepsze uwarunkowania w zakresie ochrony praw wierzycieli (tj. głównie banków) mogą oddziaływać (w tym sprzyjać) emisji obligacji przedsiębiorstw, w tym przedsiębiorstw niefinansowych.

Jako miarę wielkości sektora bankowego zastosowany został wskaźnik kredytu do PKB – co jest aplikowane przez innych badaczy, ale jest to kontrowersyjne. Wskaźnik ten jest w istocie miarą znaczenia kredytu dla sektora niefinansowego w gospodarce, a nie miarą skali działalności banków. Lepszym rozwiązaniem jest zastosowanie relacja aktywów sektora bankowego do PKB, lub ich logarytmu. Dodatkowo biorąc pod uwagę fakt, że na wskaźnik Kredyt/PKB wpływa jakość instytucji mierzona CreditorProt, to uwzględnienie w modelu zaprezentowanym na s. 126 zarówno zmiennej objaśnianej CreditorProt i Kredyt/PKB nasila problem endogeniczności.

4/ Budząca zastrzeżenia interpretacja wpływu niektórych zmiennych na rozwój rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw. W szczególności dotyczy to wskaźnika ochrony praw wierzycieli – co już było podnoszone wcześniej w recenzji. Sam wskaźnik opracowany przez Djankov-a i in. (2007) w istocie odnosi się do ochrony praw banków, jako przedsiębiorstw udzielających kredytów bankowych sektorowi niefinansowemu. Zatem może on wyjaśniać rozwój rynku kredytów bankowych – co zostało wykazane w pracy Djankov-a i in. (2007) na przykładzie zmiennej kredytu prywatnego do PKB. W recenzowanej rozprawie doktorskiej zastosowany został kwadrat wskaźnika CreditorProt. Interpretacja wyników badania w odniesieniu do tego czynnika jest niesatysfakcjonująca (por. ostatni akapit na s. 139 i ostatnie trzy zdania z tego akapitu). W szczególności brakuje tutaj nawiązania do wcześniejszej literatury przedmiotu oraz pogłębionego merytorycznego wyjaśnienia w powiązaniu z teorią.

#### **W odniesieniu do problemów nieistotnych pracy:**

1/ W pracy pojawiają się sformułowania nietypowe, np. na s. 11 Autor używa określenia „projekt badawczy”. Takie określenia nie powinny występować w pracy.

2/ Brak uwzględnienia zmiennych objaśnianych w macierzy korelacji. W prezentacji macierzy korelacji zawarte są wyłącznie czynniki rozwoju rynków instrumentów dłużnych, z pominięciem samych zmiennych objaśnianych.

Wymienione uwagi nie obniżają jednak pozytywnej oceny tej pracy. Ich uwzględnienie powinno mieć miejsce w pracach badawczych, które Autor będzie kontynuował w dalszej pracy naukowej.

## 6. Konkluzja

Ogółem zalety pracy przewyższają jej mankamenty, a zatem ogólna ocena pracy jest pozytywna. Rozprawa doktorska mgr. **Pawła Pisanego**, pt. „*Uwarunkowania rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw, emitowanych w walucie krajowej, na przykładzie wybranych gospodarek azjatyckich w kontekście doświadczeń z kryzysu 1997*” przygotowana pod kierunkiem Prof. uczelni dr hab. Cezarego Wójcika (Promotor) oraz dr Artura Trója (Promotor pomocniczy) w pełni spełnia przesłanki określone dla rozpraw doktorskich w odpowiednich przepisach prawa. Autor zawarł w niej oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, wykazał się bardzo dobrą ogólną wiedzą teoretyczną w dziedzinie nauk ekonomicznych (w dyscyplinie finanse) oraz umiejętnością samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.

W związku z tym wnioskuję o dopuszczenie Pana mgr-a **Pawła Pisanego** do dalszych etapów przewodu doktorskiego.

*Melchiora Olszki*

*Melchior*