

Warszawa, 4 lutego 2022

dr hab. Renata Karkowska, prof. ucz.

Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego

Recenzja rozprawy doktorskiej

mgr Alicji Karoliny Szyszko

**pt.: „Efektywność interwencji wspierających finansowo banki systemowo
ważne w latach 2008-2014 w Stanach Zjednoczonych i krajach strefy euro.”**

pod kierunkiem Prof. dr hab. Ewy Miklaszewskiej i promotora

pomocniczego dr hab. Piotra Łasaka, prof. UJ.

Formalną podstawą przygotowania niniejszej recenzji stanowi pismo Dyrektora Szkoły Doktorskiej Prof. dr hab. inż. Stanisława Popka z dnia 17 grudnia 2021, informujące o powierzeniu mi przez Radę Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie roli recenzenta.

Na potrzeby niniejszej opinii zostały przyjęte następujące kryteria oceny dysertacji doktorskiej:

- I. Trafność wyboru obszaru badań naukowych i tematu rozprawy
- II. Sformułowanie celów pracy i oryginalność tez badawczych
- III. Struktura i treść rozprawy
- IV. Ocena strony formalnej rozprawy
- V. Ocena wykorzystanej literatury

I. Trafność wyboru obszaru badań naukowych i tematu rozprawy

Należy podkreślić, że pomimo licznych badań, jakie zostały wykonane w związku z toczącą się debatą nad zasadnością stosowania interwencji w sektorze bankowym, mających na celu restrukturyzującą zagrożonych banków, problem nadal pozostaje nierozstrzygnięty. Wsparcie w postaci: dokapitalizowania, gwarancji udzielanych bankom, czy pomocy przeznaczonej na likwidację banków to proces bardzo kosztowny, dlatego analiza zasadności jego stosowania

jest tematem ważnym i wartym kolejnych rozważań. Tym samym praca wpisuje się w aktualny nurt naukowy dyscypliny ekonomia i finanse i stanowi cenne źródło informacji we wskazanym zakresie.

II. Sformułowanie celów pracy i oryginalność tez badawczych

W związku ze zróżnicowanymi opiniami akademików, uczestników i regulatorów rynku finansowego w zakresie interwencji publicznych w sektorze bankowym Autorka próbuje ocenić i porównać poniesione koszty udzielonej pomocy dla banków systemowo ważnych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Zasadnicze pytanie jakie zostało postawione w pracy to: czy interwencje wspierające finansowo banki ważne systemowo w latach 2008-2014 były bardziej efektywne w Stanach Zjednoczonych czy w strefie euro, biorąc pod uwagę koszt i skutki ratowania banków? Autorka pogłębia analizę stawiając szereg pytań pomocniczych w kontekście: uwarunkowań stabilności finansowej, przyczyn globalnego kryzysu finansowego, oraz skuteczności programów stabilizacji banków ważnych systemowo. W celu odpowiedzi na tak postawione pytania Autorka w pierwszej kolejności rozróżnia efektywność pomocy publicznej jako stosunek wartości pomocy publicznej udzielonej bankowi do wartości depozytów klientów, oraz skuteczność interwencji jako zapewnienie stabilności systemu bankowego za pomocą wskaźnika: Z-score, współczynnika wypłacalności banku, czy wskaźnika rentowności kapitału. Wskazane rozróżnienie między efektywnością i skutecznością należy uznać za poprawne, co stanowi niewątpliwie wartość dodaną przeprowadzonego badania.

Należy podkreślić, że sformułowanie problemów badawczych koresponduje z postawionymi przez Autorkę hipotezami badawczymi:

H1: Efektywność pomocy publicznej dla banków ważnych systemowo w latach 2008-2014 mierzona przez koszt ratowania banku wyrażony jako wartość pomocy publicznej w stosunku do wartości depozytów od klientów, była wyższa w Stanach Zjednoczonych niż w krajach strefy euro.

H2: Skuteczność pomocy publicznej dla banków ważnych systemowo w latach 2008-2014 była wyższa w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro.

H2.1: Skuteczność pomocy publicznej w zakresie przywracania stabilności wyrażonej jako prawdopodobieństwo bankructwa banku mierzone przez indeks Z-score i stosunek

współczynnika wypłacalności (CAR) do poziomu tego wskaźnika z 2006 roku, była wyższa w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro.

H2.2 Skuteczność pomocy publicznej w zakresie poprawy rentowności kapitału wyrażonej jako stosunek wskaźnika rentowności kapitału (ROE) do poziomu tego wskaźnika z 2006 roku, była wyższa w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro.

Należy zaznaczyć, że postawiony główny cel pracy wraz z celami pomocniczymi zasługują na pozytywną ocenę. Konstrukcja rozprawy wraz z zawartymi w niej treściami teoretycznymi oraz wykonane badanie empiryczne pozwalają jednoznacznie stwierdzić, że podjęte cele zostały zrealizowane w sposób dostateczny. Konstrukcja hipotezy głównej i pomocniczych prawidłowo oddaje logikę prowadzonego wywodu. Do weryfikacji hipotez Doktorantka umiejętnie wykorzystuje zróżnicowane metody badawcze, w szczególności: metody ekonometryczne (model regresji logitowej i liniowej dla 34 banków systemowo ważnych w Stanach Zjednoczonych, oraz 129 dla krajów strefy euro), analizą porównawczą, statystyki opisowe oraz krytyczny przegląd literatury krajowej i zagranicznej.

III. Struktura i treść rozprawy

Recenzowana praca składa się z pięciu rozdziałów, wstępu, zakończenia, bibliografii, co wraz ze spisem tabel, schematów, rysunków i załącznikami liczy 284 strony. Struktura pracy jest zrównoważona i zgodna z wytycznymi dotyczącymi pisania prac naukowych.

We wstępie został zawarty: główny problem badawczy, cele, teza główna wraz z hipotezami pomocniczymi, opis podjętych metod badawczych, oraz skrócony opis zawartości poszczególnych rozdziałów.

Rozdział I „Koncepcje stabilizacji systemów bankowych i banków systemowo ważnych” zawiera szeroki przegląd definicji, dotyczących stabilności finansowej i ryzyka systemowego z wyszczególnieniem ich źródeł i czynników determinujących zmiany. Należy podkreślić, że opis jest dokładny z licznymi odwołaniami, co świadczy o wykonanym solidnym przeglądzie literatury. Nieznaczne uchybienia jakie można wskazać to brak wyjaśnień odnośnie zjawiska „efektu zarażania”, które bezpośrednio wpływa na stabilność finansową, a zostało wymienione na początku rozdziału bez adnotacji na czym dokładnie polega (patrz str. 11). Z kolei na stronie 31 znajduję zdanie, które wymagałoby szerszego wyjaśnienia cyt: „Zintegrowane rynki

finansowe szybko przenoszą szoki między krajami poprzez obrót aktywami, natomiast inwestorzy instytucjonalni determinują proces alokacji zasobów na rynkach wschodzących, a ceny aktywów w jednym kraju stosowane są jako benchmark w innych”. Podobnie dalej „Przenoszenie sytuacji kryzysowej następuje za pośrednictwem handlu międzynarodowego, bilansu płatniczego lub utraty wiarygodności, gdzie w jednym kraju wystąpiła dewaluacja waluty, a realne efekty odczuwane są również w innych, powiązanych krajach”. Sądzę, że uzupełnienia wymagają również opisy, dotyczące kanałów transmisji ryzyka systemowego (patrz str. 32). Autorka wskazuje wprawdzie na trzy kanały: ryzyka kredytowego, ryzyka rynkowego i płynności, ale wyjaśnienia są skąpe. W moim odczuciu zabrakło podstawowej przyczyny przenoszenia ryzyka systemowego, mianowicie pogarszająca się jakość portfela kredytowego banku i związana z tym utrata płynności. Najlepszym przykładem tej sytuacji był kryzys *subprime* w Stanach Zjednoczonych. Opisując zjawisko tzw. *fire sale* należałoby szerzej wyjaśnić jaka jest jego geneza. Jaki wpływ na tzn. „awaryjną sprzedaż” miało stosowanie przez banki wysokiej dźwigni finansowej na zakup aktywów, a następnie zjawisko delewarowania podczas globalnego kryzysu finansowego 2007-2009. Zakładam, że podczas obrony Autorka będzie miała okazję do szerszego wyjaśnienia wskazanych zjawisk.

Niefortunnym jest sformułowanie, którego Autorka użyła opisując miarę Marginal Expected Shortfall (MES) w zdaniu „Miara ta zawiera zmienność firm i ich korelację z rynkiem oraz wystąpieniem ekstremów” (patrz str. 40). Chodziło chyba o zmienność cen akcji i ich korelację z portfelem aktywów rynkowych, oraz wystąpienie szczególnie wysokich wartości zmienności cen akcji. Dalej wyjaśnienie, że „miara *Conditional Value at Risk* tzw. *CoVaR* dotyczy ryzyka dla pojedynczych instytucji lub pojedynczych portfeli, wraz z uwzględnieniem ryzyka wynikającego z powiązań między firmami. Głównymi wskaźnikami są: zmienność indeksów giełdowych, płynność, spadek krzywej zysku.” jest nieprecyzyjna (patrz str. 41). Zabrakło tu kilku zdań wyjaśnienia, czym jest sama miara Value at Risk, a następnie jej szczególna forma CoVaR.

Niemniej należy podkreślić, że zaprezentowane w rozdziale definicje i klasyfikacje zostały wykonane o solidny przegląd literatury. Autorka powołuje się na znane postacie badaczy ryzyka systemowego tj. M.K. Brunnermeier, Ch. A. Goodhart, A.G. Haldane, czy A. Demirgüç-Kunt.

W rozdziale II „Przyczyny stabilizacji banków systemowo ważnych w czasie globalnego kryzysu finansowego 2007-2009” Autorka wnikliwie opisuje przebieg globalnego kryzysu

finansowego 2007-2009 w Stanach Zjednoczonych i jego konsekwencje dla krajów strefy euro. Opis zostaje dopełniony wyjaśnieniami na temat kanałów i mechanizmów transmisji kryzysu ze Stanów Zjednoczonych do pozostałych krajów. Ta część pracy wymagała niewątpliwie pogłębionej wiedzy z kilku obszarów tj. funkcjonowania sektora bankowego, sprawowanej polityki monetarnej, rachunku obrotów bieżących czy finansów publicznych, jak i umiejętności powiązania następujących po sobie przyczyn wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Uwagi jakie mogę wskazać w tym fragmencie pracy to poddanie pod rozagę definicji dotyczącej sekurytyzacji. W mojej ocenie proces sekurytyzacji zawarty na str. 55 nie został dostatecznie wyjaśniony. Pisząc o tym, że emitenci papierów wartościowych, bazujących na kredytach hipotecznych, otrzymują natychmiastową spłatę udzielonego kredytu od nabywców papierów, Autorka zastosowała pewien skrót myślowy. Wprawdzie dzięki sprzedaży papierów dłużnych w procesie sekurytyzacji emitenci pozyskiwali środki, ale wykorzystywali je na sfinansowanie kolejnych kredytów hipotecznych. Nie było to jednak równoznaczne ze spłatą udzielonych kredytów. Zagrożone kredyty nie zostały spłacone i z tego też tytułu powstał problem zatorów płynności w sektorze bankowym.

Trudno mi się zgodzić ze stwierdzeniem Autorki, że „Innowacjami finansowymi powstałymi w wyniku procesu sekurytyzacji są instrumenty pochodne, określane jako derywaty” (patrz str. 55). Cechą szczególną derywatu jest jego wycena uzależniona od ceny instrumentu bazowego i tu zwykło się wymieniać: kontrakty forward, futures, opcje i swap, a nie obligacje. W momencie tworzenia derywatu jego wycena dla obydwu stron transakcji (z zastrzeżeniem opcji) jest zerowa, a dla papierów emitowanych przez SPV ang. Special Purpose Vehicle, opartych o kredyty hipoteczne wycena nie jest zerowa. Dlatego kredyt, czy obligacja, które w większości przypadków zależą od stopy procentowej, nie są derywatami. Z kolei papiery emitowane w ramach sekurytyzacji są szczególnym rodzajem papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami. Natomiast warto byłoby tu wspomnieć o derywatach zwanych kredytowymi instrumentami pochodnymi, których niekontrolowany rozwój w latach poprzedzających globalny kryzys finansowy odbywał się kosztem wzrostu ryzyka systemowego.

Rozdział III „Formy stabilizacji banków systemowo ważnych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro” został dedykowany charakterystyce stabilności banków systemowo ważnych. Autorka przybliżyła mechanizmy i procedury ratowania banków, tj. zasilanie płynności banków, dokapitalizowanie, gwarancje, czy nacjonalizację, oraz dokonuje rewizji procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków zawartej w *Dyrektywie Unii Europejskiej Bank Recovery and Resolution i Dodd-Frank Wall Street and Consumer Protection Act w*

Stanach Zjednoczonych. Oceniając trzeci rozdział pracy, docenić należy wnikliwą analizę ram prawnych, dotyczących pomocy publicznej w Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych. Opis ten pozwala zapoznać się z otoczeniem regulacyjnym pod kątem ewolucji regulacji w wymienionych krajach jak i pomiędzy nimi. Kolejne podrozdziały zostały poparte licznymi przywołaniami literatury, co należy uznać za istotny atut tej części pracy.

Z kolei w rozdziale czwartym pt. „Pomoc publiczna dla banków w latach 2008-2014” Autorka dokonuje przeglądu programów pomocy publicznej, która została udzielona bankom ważnym systemowo w Stanach Zjednoczonych i krajach strefy euro. Rozdział stanowi szczegółowe uzupełnienie do wcześniejszej analizy ram prawnych. Autorka wymienia w nim programy stabilizacyjne dla banków w Stanach Zjednoczonych tj. program TARP (Troubled Asset Relief Program), liczne programy pomocowe Rezerwy Federalnej polegające na zasilaniu płynnościowym banków, czy rozszerzeniu operacji otwartego rynku. Z drugiej strony wyszczególnia rodzaje pomocy publicznej dla banków w krajach strefy euro. Za istotnie cenne uważam zawarte w rozdziale statystyki, prezentujące wielkość udzielonej pomocy publicznej sektorowi finansowemu w podziale na formę pomocy w perspektywie lat 2008-2017, oraz analizę porównawczą dla mechanizmów pomocowych dla krajów strefy euro.

Niniejsze rozdziały zamykają część teoretyczną pracy i stanowią silną podstawę do badania empirycznego. Ostatecznie rozdział piąty „Empiryczna analiza i ocena interwencji publicznych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych” zawiera opis procedury badawczej, wyniki uzyskanych badań oraz wnioski z odniesieniem do postawionych hipotez, co niewątpliwie zasługuje na uznanie. Niemniej znajduję w nim kilka uchybień, które mogą stanowić element dyskusyjny. Mianowicie Autorka na wstępie zamieszcza informacje o wysokości pomocy publicznej bankom w Stanach Zjednoczonych i krajach strefy euro, mimo, że było to już przedmiotem rozważań w rozdziałach teoretycznych. Nie wyjaśnia jednak, czy prezentowane w Tabeli 21 kraje będą przedmiotem badania empirycznego, czy zostały zaprezentowane tylko przykładowo. Następnie Autorka wymienia szereg przykładów badaczy, którzy analizowali problem pomocy publicznej, udzielonej dla sektora finansowego nie precyzując jednak, gdzie i w jakim zakresie istnieje luka badawcza, którą jej badanie empiryczne miałyby wypełnić. W dalszej części rozdziału te niedostatki zostały zdecydowanie zrekompensovane. Autorka uszczegóławia cel główny badania, stawia pytania badawcze i hipotezy, a następnie przechodzi do precyzyjnego zdefiniowania zmiennych wykorzystanych w modelu regresji. Mogę jedynie zasugerować, że w tym miejscu warto było pokazać statystykę opisową w rozbiciu na dwie tabele: 1/ dla banków systemowo ważnych w Stanach Zjednoczonych, 2/ dla banków z krajów

strefy euro. Niewątpliwie pozwoliłoby to Czytelnikowi na analizę porównawczą i wyciągnięcie wstępnych wniosków, dotyczących charakterystyki banków oddzielnie dla każdego z obszarów badawczych. Z kolei za bardzo cenne uważam zawarte w opisie wyjaśnienia, dotyczące wyboru modelu, oraz przeprowadzonej diagnostyki. Autorka trafnie oddziela modele oceniające efektywność pomocy publicznej udzielonej bankom, od modeli służących ocenie skuteczności pomocy publicznej. Za każdym razem precyzyjnie definiuje zmienne, prezentuje postać modelu, wskazuje zakres badania i prezentuje wyniki. Należy zauważyć, że interpretacja tak rozbudowanych wyników estymacji kilku modeli wymagała istotnej wiedzy ekonomicznej funkcjonowania banków, a Doktorantka wykonała to zdecydowanie pozytywnie. Mogę odczuwać jedynie pewien niedosyt do interpretacji wyników zaprezentowanych w Tabeli 24. Z uwagi na to, że tylko nieliczne zmienne niezależne okazały się mieć statystycznie istotny wpływ, Autorka skomentowała jedynie te istotne statystycznie. Niemniej uważam, że należy wyciągnąć wnioski dla obydwu przypadków (zmiennych istotnych statystycznie i tych, które nie wpłynęły istotnie na zmienną zależną). Nasuwa się pytanie, dlaczego ryzyko podejmowane przez banki mierzone w modelu: współczynnikiem wypłacalności, jakości aktywów, czy wskaźnikiem płynności banku pozostają bez wpływu na efektywność pomocy publicznej udzielonej bankom? Dlatego oczekuję, że zostanie to uzupełnione podczas publicznej obrony.

Podsumowując należy zauważyć, że mimo wskazanych uwag, sposób prowadzenia narracji w wykonaniu mgr Alicji Szyszko został podporządkowany postawionym celom i hipotezom, co pozwala wydać ocenę pozytywną, odnośnie posiadania umiejętności prowadzenia samodzielnej pracy naukowej w przyszłości.

IV. Ocena strony formalnej rozprawy

W opinii recenzenta rozprawa doktorska została przygotowana z największą starannością pod względem redakcyjnym. Prezentowane zagadnienia zostały opisane z należytą logiką i konstrukcją rozprawy doktorskiej. Praca została ubogacona w liczne tabele, schematy i wykresy, co niewątpliwie pozwala Czytelnikowi z łatwością przebrnąć przez prowadzony wywód. Dostrzeżone niewielkie usterki językowe i redakcyjne, na pewno nie umniejszają treści merytorycznych, a może posłużą przy ponownej redakcji pracy:

Str. 21 ...w celu ochrony kredytodawców przed stratami wywołanymi niedotrzymanie zobowiązań..”

Str. 22 „Sieć bezpieczeństwa finansowego obejmuje wiele aspektów..” może lepiej elementów.

Str. 23 „Jednym z najczęściej wskazywanych zadań banku centralnego występującym..”

Str. 55 „...przekształcenie nie płynnych aktywów, takich długoterminowe kredyty hipoteczne..”

Str. 66 „... spowodowało zrost pokusy nadużycia”

Str. 83 „Model takie był ryzykowny..”

Str. 84 „spread, czyli różnica pomiędzy oprocentowaniem 3-miesięcznej stopy LIBOR a oprocentowaniem 3-miesięcznych ??

Str. 85 „...w 2007 roku Tead spread kształtował się”

Str. 90 „...problemy baków spoza strefy euro.”

Str. 132 „...akcji kredytowej dla pomiotów gospodarczych.”

V. Ocena wykorzystanej literatury

Przeprowadzone przez mgr A. Szyszko badanie pokazało, iż jest ona dobrze przygotowana do samodzielnego prowadzenia badań naukowych. Doktorantka wykazała się dobrą znajomością literatury przedmiotu, posiada odpowiedni warsztat, pozwalający na dostosowanie metod badawczych do stawianych celów. Dobór źródeł literatury jest adekwatny do poruszanej tematyki. Bibliografia składa się z 258 pozycji polsko- i obcojęzycznych, 23 aktów prawnych, oraz 44 źródeł internetowych, które zostały umieszczone w części końcowej. Przeprowadzone przez Doktorantkę badania przyczyniły się do poszerzenia wiedzy na temat zasadnością stosowania interwencji w sektorze bankowym, mających na celu restrukturyzację zagrożonych banków.

VI. Konkluzja

Reasumując, rozprawa doktorska nad efektywnością i skutecznością interwencji, wspierających finansowo banki systemowo ważne w latach 2008-2014 w Stanach Zjednoczonych i krajach strefy euro stanowi podstawę do uznania jej jako oryginalne rozwiązanie problemu naukowego oraz dowodzi o szerokiej wiedzy teoretycznej Doktorantki

w zakresie finansów. Doktorantka wykonała solidny przegląd literatury, oraz badanie empiryczne, które dostarczyło interesujących wniosków, co niewątpliwie świadczy o dojrzałości prowadzonej analizy. Dysertacja ma szansę zmniejszyć istniejącą lukę poznawczą w dotychczasowym dorobku literatury, dlatego sugeruję jej opublikowanie w postaci monografii, czy serii artykułów.

Przeprowadzona ocena pozwala stwierdzić, że rozprawa doktorska mgr Alicji Szyszko w świetle obowiązujących przepisów prawa, spełnia wymogi stawiane pracom doktorskim. W związku z powyższym, wnioskuję do Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie o dopuszczenie mgr Alicji Szyszko do publicznej obrony.

J. Kąkol