

dr hab. Leszek Pawłowicz, emerytowany prof. UG

Recenzja
rozprawy doktorskiej mgr Radosława Ślusarczyka
pt. „Liberalizacja regulacji rynków finansowych a wzrost gospodarczy”

1. Podstawa prawna

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr. Radosława Ślusarczyka przygotowanej pod kierunkiem dr hab. Anny Moździerz, prof. UEK opracowana została na podstawie uchwały Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse UEK z dnia 23 stycznia 2023. W piśmie z dn. 10 lutego 2023 Przewodniczący Rady zwrócił się do mnie z prośbą o wykonanie recenzji rozprawy doktorskiej zawierającej ocenę czy odpowiada ona ustawowym warunkom (Dz.U. z 2018 poz. 261 z późn. zm.) przeprowadzenia czynności w przewodzie doktorskim i czy uzasadnia dopuszczenie Pana mgr. Radosława Ślusarczyka do publicznej obrony.

2. Ocena formalna

Recenzowana rozprawa liczy 474 strony wraz z aneksem, spisem wykresów, tabel i bibliografią. Składa się ze wstępu, pięciu logicznie powiązanych ze sobą rozdziałów, zakończenia, spisu schematów, wykresów, tabel i bibliografii. Bogatą literaturę przedmiotu uzupełniają raporty instytucji międzynarodowych i banków centralnych, a także spis baz danych i aktów prawnych.

Nie zgłaszam uwag formalnych i wysoko oceniam styl pracy i profesjonalne korzystanie ze źródeł. Praca jest jednak zbyt obszerna i rozwlekła, a w wielu miejscach brakuje syntezy i konkluzji z przeprowadzonych rozważań i opinii własnej Autora.

3. Ocena merytoryczna

Autor recenzowanej dysertacji doktorskiej podjął temat fundamentalny, będący przedmiotem badań i analiz, a także sporów i kontrowersji szerokiego grona ekonomistów, prawników, a także filozofów. Odpowiedź na pytanie czy liberalizacja rynków finansowych skutkuje zwiększeniem tempa wzrostu gospodarczego wiąże się bowiem ze sporami między przedstawicielami głównych nurtów badawczych w dziedzinie nauk ekonomicznych, a w szczególności klasycznej szkoły ekonomicznej oraz szkoły austriackiej krytykującej interwencjonizm państwowy oraz keynesizmu negującej racjonalność wolnego rynku.

Liberalizacja gospodarki powszechnie rozumiana jest jako proces w wyniku którego następuje zwiększenie roli mechanizmów rynkowych, prywatnego sektora i konkurencji oraz zredukowanie kontroli i regulacji ze strony państwa. Otwarcie na deregulację, redukcja barier handlowych i barier w przepływie kapitału skutkuje w opinii większości ekonomistów

przyspieszeniem wzrostu gospodarczego. Hamulcem wzrostu jest natomiast monopolizacja, która niszczy konkurencję i mechanizmy gospodarki rynkowej, a której skrajnym objawem są monopole absolutne, np. monobanki. Powstawanie monopoli i oligopoli towarzyszy procesom liberalizacji również w sektorze finansowym, a sprawne działanie mechanizmów rynkowych wymaga działań antymonopolistycznych.

Inaczej oceniałbym liberalizację sektora bankowego, w którym dominują oligopole, a inaczej sektora w którym działają konkurujące ze sobą podmioty.

Autor trafnie zauważa, że renesans dyskusji nad mankamentami wolnego rynku i niezbędnych regulacji nastąpił w konsekwencji wystąpienia światowego kryzysu finansowego w 2008 roku. W odróżnieniu od wcześniejszych kryzysów gospodarczych, kryzys ten przebiegał w warunkach postępującej finansjalizacji gospodarki, w której istotnie wzrosło znaczenie instrumentów finansowych, a w tym instrumentów pochodnych, spekulacji, dźwigni finansowej, shorttemizmu, hazardu moralnego i związanego z nim nieetycznego transferu ryzyka. Finansjalizacja przyczyniła się jednak do wzrostu znaczenia rynków finansowych i łatwiejszego dostępu do kapitału. Pozytywne efekty finansjalizacji zniwelowane zostały przez różnego rodzaju nieprawidłowości, które rozpoczęły się na rynku kredytów mieszkaniowych oraz instrumentów finansowych związanych z procesem sekurytyzacji, które umożliwiały podejmowanie nadmiernego ryzyka i prowadziły do nierównowagi w dystrybucji bogactwa. Stąd też nawet niektórzy liberalni ekonomiści określali te zjawiska mianem dewiacji finansjalizacji (*Dewiacje finansjalizacji*, pr. zb. pod red. J. Hausnera i W. Paprockiego, CMS, CeDeWu, 2019).

Problematyka podjęta przez Autora dysertacji jest ważna, aktualna i złożona. Wielowątkowe studia literatury dotyczącej roli regulacji rynku finansowego przeprowadzone przez Autora oceniam wysoko. Dobór próby badawczej, tzn. zarówno uwzględnionych w niej państw jak i relatywnie długi okres (47 lat, od 1973 do 2019) oceniam jako w pełni wystarczający i reprezentatywny do weryfikacji przedstawionych hipotez. Objęte badaniami państwa w 2019 roku wytwarzały 82proc. światowego PKB. Również źródła danych (o charakterze pierwotnym i wtórnym) wydają się wiarygodne.

Logika wywodów Autora również zasługuje na wysoką ocenę. Autor rozpoczyna opis procesu liberalizacji rynku finansowego oraz form ingerencji państwa w system finansowy na tle teoretycznych koncepcji wyjaśniających zjawiska kryzysów finansowych. Rozważania te zawiera rozdział I.

W rozdziale II przedstawia teoretyczne koncepcje wyjaśniające związek między rynkiem finansowym a wzrostem gospodarczym.

Rozdział III poświęcony został liberalizacji behawioralnej rynków finansowych oraz skrajnej formie ingerencji w mechanizm rynkowy jaką jest państwowa własność banków. Nie dostrzegam jednak uzasadnienia aby te różne koncepcje łączyć w jednym rozdziale.

Rozdział IV poświęcony został liberalizacji w obszarze konkurencji. To rozdział szczególnie ważny w świetle sformułowanych hipotez badawczych oraz sytuacji sektora bankowego po światowym kryzysie finansowym 2008. Kryzys ten bowiem dostarczył wielu argumentów na

rzecz regulacji sektora bankowego. Autor przedstawia dyskusje i argumenty w tym zakresie, ale w opinii recenzenta pewne kwestie wymagałyby głębszej refleksji. Dotyczy to w szczególności reakcji regulatorów na procesy monopolizacji w sektorze bankowym na świecie. Jeśli zgodzimy się, że zdrowa konkurencja jest głównym motorem rozwoju gospodarki, to reforma systemów bankowych powinna zakładać podział banków tak aby przestały być zbyt duże aby upaść. Liberalizacji rynków finansowych nie towarzyszyło bowiem odejście od polityki antytrustowej, a duże globalne banki zaczęły mieć wpływ na regulacje. W rezultacie regulacje „pokryzysowe” poszły w kierunku dokapitalizowywania dużych banków, a nie ich podziału, czego szczególnym dowodem są TLAC i MREL. Tylko nieliczni ekonomiści podnosili tę fundamentalną kwestię (L. Zingales, T. Vickers, A. Sławiński), ale nawet jeśli Autor dysertacji nie podziela ich opinii, to nie należało ich pomijać.

Rozdział V zawiera przegląd wyników dotychczasowych badań empirycznych z zakresu relacji między liberalizacją rynków finansowych a wzrostem gospodarczym oraz badania własne Autora. Przegląd badań podzielony został na te, które bezpośrednio analizują związek liberalizacji rynków finansowych ze wzrostem gospodarczym oraz te, które analizują związki pośrednie między tymi kategoriami, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu liberalizacji rynków finansowych na stabilność systemu finansowego, rozwój rynków finansowych, poziom oszczędności i produktywności. Analizując wyniki badań innych autorów, eksponowane są kwestie, które stanowiły przedmiot burzliwych dyskusji w czasie transformacji polskiej gospodarki m.in. otwarcie rynku papierów wartościowych i gospodarki na zagranicznych inwestorów, udziału kapitału zagranicznego w sektorze bankowym czy nacjonalizacji banków (repolonizacja). W ocenie recenzenta państwowa własność banków w świetle badań empirycznych została potraktowana kompleksowo, natomiast kwestie związane z udziałem kapitału zagranicznego w sektorze bankowym warto byłoby uzupełnić (nie tylko w rozdziale V).

Istotnym wkładem własnym do opisywanej w dysertacji problematyki są badania własne Autora, których metodyka przedstawiona została w rozdziale 5.2.

Autor przyjmuje, że kluczową podstawę dyskusji nad konsekwencjami deregulacji rynków finansowych stanowi hipoteza Ronalda McKinnona i Edwarda Shawa. Sugeruje ona, że liberalizacja rynków finansowych przyczynia się do wzrostu inwestycji oraz rozwoju gospodarczego w krajach rozwijających się w wyniku wzrostu dostępności do kapitału i obniżenia kosztów finansowania.

Autor trafnie rozgranicza pojęcie rozwoju (rozrostu) rynku finansowego od jego liberalizacji. Na problem ten wskazują m.in. A. Abiad i in., który zaproponował miarę poziomu liberalizacji rynku tzw. indeks liberalizacji rynków finansowych, który w opinii niektórych ekonomistów jest wysoko oceniany i zawiera najwięcej informacji dotyczących przebiegu reform rynków finansowych w poszczególnych państwach. Indeks liberalizacji A. Abiada i in. obejmuje siedem obszarów:

1. Kontrolę kredytów
2. Kontrolę stóp procentowych
3. Bariery wejścia do sektora bankowego

4. Własność państwową w sektorze bankowym
5. Kontrolę międzynarodowych przepływów kapitału
6. Regulacje dot. rynku papierów wartościowych
7. Regulacje o charakterze ostrożnościowym i nadzór bankowy.

Autor dysertacji zaproponował jako miarę liberalizacji rynków finansowych zmodyfikowany indeks autorstwa Abdula d Abiada i in. opublikowany w zeszytach Międzynarodowego Funduszu Walutowego (Abdul d Abiad, Enrica Detragiache, Thierry Tressel, *A New Database of Financial Reforms*, IMF Working Paper No 2008/226, s. 14-19) i szeroko opisany w rozdziale piątym recenzowanej dysertacji. W rozdziale tym Autor opisuje również inne metody statystyczne wykorzystywane do badania wpływu deregulacji rynków finansowych na ich stabilność i efektywność oraz wzrost gospodarczy. Trafnie zwraca uwagę na różnice w definiowaniu pojęcia liberalizacji rynków finansowych i wynikających z tego konsekwencji dla wyników analiz. Inne konkluzje wynikają bowiem z badań, w których liberalizację rynku kapitałowego rozumie się jako otwarcie na zagranicznych inwestorów, a inne gdy badamy konsekwencje liberalizacji dla stabilności sektora bankowego. W badaniach empirycznych Autor rozumie liberalizację finansową jako złożone zjawisko wielowymiarowe i uważa, że kluczowe „w badaniu wpływu tak rozumianej deregulacji na wzrost gospodarczy jest skonstruowanie odpowiedniego indeksu” (s.276). Podobną opinię wyraża większość badaczy analizujących wpływ zjawisk złożonych na inne zjawiska.

Tak jest bowiem najprościej. Indeksy te są zazwyczaj sumą iloczynów zmiennych (cech) charakteryzujących opisywane zjawisko złożone oraz ich rang (ważności).

W przypadku indeksu liberalizacji rynków finansowych wykorzystywanego w recenzowanej dysertacji stanowi on nieważoną sumę ocen poziomu regulacji siedmiu opisanych wcześniej obszarów (s. 306). Oznacza to w praktyce, że wagi dla poszczególnych poziomów regulacji są sobie równe i wynoszą jeden. To duże uproszczenie. Oznacza to bowiem, że każdy z wyodrębnionych obszarów jest jednakowo ważnym instrumentem interwencjonizmu, podczas gdy w rzeczywistości tak nie jest, co wynika również z analiz Autora.

Powstaje pytanie czy wykorzystanie liniowych indeksów liberalizacji rynków finansowych to najlepsza metoda weryfikacji sformułowanych hipotez badawczych. Może warto rozważyć pogrupowanie analizowanych krajów w homogeniczne grupy pod względem poziomu liberalizacji i porównać je z grupami krajów zbliżonymi do siebie pod względem tempa wzrostu gospodarczego. Pozwala to pominąć kwestię rang poszczególnych zmiennych ale wymaga rozwiązania innych problemów np. pomiaru odległości między homogenicznymi zbiorami. Wydaje się, że wyodrębnienie homogenicznych grup krajów pod względem poziomu liberalizacji mogłoby stanowić wstęp do szerszego wykorzystania statystyki wielowymiarowej w badaniach nad skutkami liberalizacji. Bogaty dorobek krakowsko-wrocławskiej szkoły statystyki wielowymiarowej mógłby być pomocny w tym zakresie.

Recenzowana praca zyskałaby na wartości gdyby Autor przestrzegał zasad wynikających z teorii weryfikacji hipotez statystycznych. W teorii tej weryfikowaną hipotezę nazywa się hipotezą zerową (H_0) natomiast alternatywną (konkurencyjną) wobec niej określa się mianem hipotezy alternatywnej (H_1). Hipotezę zerową formułuje się w taki sposób aby dowieść jej

nieprawidłowości, poprzez jej odrzucenie. Odrzucenie hipotezy zerowej jest statystycznym dowodem jej nieprawidłowości i interpretowane jest jako prawdziwość hipotezy alternatywnej. W teorii weryfikacji hipotez naukowych nie próbuje się zatem wykazywać prawdziwości hipotezy a jedynie wykazać, że nie ma przesłanek do jej odrzucenia, co pokazuje że przeprowadzone badania na próbie statystycznej co najwyżej wspierają tę hipotezę, ale nie że zweryfikowana została pozytywnie. Autor niestety nie przestrzega tych fundamentalnych zasad i używa sformułowań, które w teorii weryfikacji hipotez określane są błędem konfirmacji (*ang. confirmation bias*).

Główna hipoteza badawcza brzmi: liberalizacja rynków finansowych skutkuje zwiększeniem tempa wzrostu gospodarczego.

Jest to praktyka często stosowana w publicznych dyskusjach, w których poszukuje się informacji i argumentów potwierdzających postawioną hipotezę, ale w badaniach naukowych może to prowadzić do nierzetelnych wyników. Praktyka ta nazywana jest w teorii weryfikacji hipotez tzw. pozytywnym testowaniem hipotez, ale w badaniach naukowych „statystyk, filozof, psycholog – wszyscy oni zainteresowani są takim formułowaniem hipotez, których fałszywość można udowodnić materiałem empirycznym i w ten sposób potwierdza hipotezę alternatywną” (por. szerzej M. Szreder, *O weryfikacji i falsyfikacji hipotez*, „Przegląd Statystyczny” 2/3-2010 – opracowanie dedykowane doktorantom; PDF, yadda.icm.edu.pl).

4. Uwagi końcowe i konkluzje

Zarówno studia literatury jak i badania empiryczne stanowią, w opinii recenzenta, cenny wkład do teorii finansów i ekonomii oraz zapełniają lukę w zakresie liberalizacji regulacji rynków finansowych w warunkach konkurencji oligopolistycznej.

Generalnie oceniam zaprezentowane przez Autora studia teoretyczne oraz badania empiryczne jako oryginalne. Sformułowane w recenzji uwagi należy traktować jako sugestie dla Autora mające na celu wzbogacenie podjętych badań. Reasumując, stwierdzam, że recenzowana rozprawa doktorska Pana mgr. Radosława Ślusarczyka wypełnia wymogi ustawowe a w szczególności stanowi oryginalną próbę rozwiązania problemu naukowego.



Leszek Pawłowicz

Gdańsk, dnia 08 maja 2023