

Poznań, dnia 23 lipca 2023 r.

Prof. dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska
Uniwersytet WSB Merito w Poznaniu
Instytut Ekonomii i Finansów

Recenzja pracy doktorskiej mgr. Jarosława Przybyła

pt. „Wyceny rynków akcji w warunkach prowadzenia niekonwencjonalnej polityki monetarnej”, przygotowanej pod kierunkiem naukowym prof. dr. hab. Bogusława Pietrzaka, w Kolegium Ekonomiczno-Społecznym w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2023, ss. 183.

1. Podstawa opracowania recenzji

Podstawą opracowania recenzji jest pismo Pana Przewodniczącego Rady Naukowej dyscypliny ekonomia i finanse Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, prof. dr. hab. Bogumiła Kamińskiego, z dnia 8 maja 2023 r., w sprawie powierzenia mi obowiązków recenzenta rozprawy doktorskiej Pana mgr. Jarosława Adama Przybyła, pt. *„Wyceny rynków akcji w warunkach prowadzenia niekonwencjonalnej polityki monetarnej”*.

2. Informacja ogólna o tematyce pracy podjętej przez Doktoranta

Podjęta problematyka w przedłożonej pracy doktorskiej mgr. Jarosława Adama Przybyła jest bez wątpienia interesująca. Co prawda, Jej tematyka nie należy do kluczowych obszarów badań rynku kapitałowego, ale może wносить ciekawe spostrzeżenia i wnioski do dotychczasowego stanu wiedzy o tych rynkach.

Recenzowana praca doktorska ma charakter teoretyczno-empiryczny. Mgr Jarosław Przybył podjął się w rozprawie doktorskiej oceny wpływu niestandardowej polityki pieniężnej na wyceny rynków akcji, podejmując próbę jej kwantyfikacji na przykładzie działalności głównych światowych banków centralnych – FED-u, BoE, EBC i BoJ w latach 2008-2021. W polskim piśmiennictwie tego rodzaju rozważania poświęcone polityce pieniężnej należą do rzadko podejmowanych. W związku z tym realizacja tej ciekawej tematyki w dysertacji doktorskiej wskazuje na poszukiwanie przez Doktoranta interesujących luk badawczych.

3. Prezentacja struktury rozprawy doktorskiej

Recenzowana praca doktorska składa się ze wstępu, pięciu rozdziałów; zawiera też dwa załączniki z wynikami regresji KMNK oraz różnicami premii za ryzyko i rentowności obligacji 10-letniej jako stopy zwrotu.

Wprowadzenie zawiera klasyczną charakterystykę i komentarz dotyczący celu rozprawy i tezy, podmiotu i przedmiotu badań. Przedstawia wskaźniki giełdowe, które będą analizowane, by ujawnić wpływ niekonwencjonalnej polityki monetarnej na wyceny akcji. Identyfikuje, które instrumenty niestandardowej polityki pieniężnej będą brane pod uwagę oraz jakie konkretne rynki poddane analizie.

Charakteryzuje ono również zastosowane w rozprawie metody badawcze i strukturę pracy. Każdy z rozdziałów zaopatrzone jest w krótkie jego podsumowanie, wydzielone odrębnie i zatytułowane. Warsztatowo jest to bardzo dobry zabieg i przydatny dla czytającego.

Rozdział pierwszy, zatytułowany *Niekonwencjonalna polityka monetarna jako nowa metoda banków centralnych w walce z kryzysem*, zawiera rozważania Autora na temat genezy uruchomienia tej polityki wskutek pojawienia się globalnego kryzysu finansowego, zapoczątkowanego w 2008 r. w USA i jego rozwoju w innych krajach Europy i Azji oraz jego światowej transmisji. Autor **po krótko** też charakteryzuje działania czterech banków centralnych rozpatrywanych w rozprawie – Systemu Rezerwy Federalnej, Banku Japonii, Europejskiego Banku Centralnego i Banku Anglii¹. Tymczasem stwierdził we wprowadzeniu do rozprawy, że opisał je dogłębnie, ale *de facto* są to **tylko wymienianki** działań tych banków w punktach (np. s.34 dla Fed-u, czy s.36 dla BoJ).

Jak na relatywnie kluczowy rozdział dla rozprawy, inicjujący tematykę niestandardowej polityki pieniężnej konkretnych banków, przeprowadzona w nim prezentacja tej polityki jest zbyt wąska i skrótowa. Brak szerszego kontekstu wyjaśniającego działania badanych banków centralnych, a każdy reagował mimo wszystko w innej sytuacji wewnętrznej i zewnętrznej. Autor ograniczył się do wylistowania zastosowanych narzędzi – to trochę za mało.

Przy komentowaniu polityki monetarnej Banku Japonii wskazano, że jej zmiany nawiązywały do „Abenomiki”, niestety ani w tekście pracy ani w odnośniku nie znalazło się wyjaśnienie, czym ona jest i jakie ma znaczenie dla Japonii. Recenzentka wie, czym jest koncepcja Abenomiki, ale należało to szerzej wyjaśnić, a nie przyjąć *a priori* znajomość tego programu.

¹ Tej tematyce poświęcona była rozprawa doktorska J. Janusa, pt. *Strategie wychodzenia głównych banków centralnych z niekonwencjonalnej polityki pieniężnej*, obroniona w 2018 r. w UE Kraków. Jej pokłosiem była publikacja książki o tym samym tytule, ale nieco zawężonej treści w stosunku do pracy doktorskiej.

Rozdział drugi charakteryzuje *Niekonwencjonalną politykę głównych banków centralnych w latach 2008-2021*. Sam tytuł rozdziału jest wyrazisty i jasno określa, co powinno być w nim prezentowane, natomiast w konfrontacji z zawartością rozdziału pierwszego – recenzentka ma wrażenie, że Autor nie bardzo wiedział, jak sobie poradzić z podziałem materii obu rozdziałów. Ten pogląd recenzentki wynika z faktu, że zarówno w rozdziale pierwszym, jak i drugim występują podobne zagadnienia związane z niekonwencjonalną polityką pieniężną, wymieniane są niekonwencjonalne instrumenty polityki pieniężnej stosowane przez badane banki centralne w analizowanym okresie. Stąd mam wątpliwości co do kształtu struktury początków tej rozprawy i jej poprawności.

Rozdział trzeci Doktorant poświęcił problematyce *Wpływu niestandardowej polityki monetarnej na rentowność długoterminowych obligacji skarbowych*. Rozdział ten nie ma elementów składowych w postaci podrozdziałów. Jak wskazuje tytuł, jego osią jest kwantyfikacja wpływu niekonwencjonalnej polityki monetarnej na rentowność długookresowych obligacji skarbowych, z racji uznawania jej jako stopy procentowej wolnej od ryzyka, a także jako przybliżenie długoterminowego wzrostu gospodarczego.

Przedmiotem rozważań w **rozdziale czwartym** była *Rola stóp procentowych w podstawowych modelach wyceny akcji*. Autor scharakteryzował w nim podstawowe modele wyceny rynku akcji – dyskontowe i mnożnikowe. Poza tym wskazał na teoretyczne kształtowanie się wycen jako rezultatu niestandardowej polityki monetarnej oraz zawarł empiryczną weryfikację wycen tych rynków w badanym okresie (2008-2021).

Rozdział piąty zawiera rozważania Doktoranta poświęcone *Rentowność obligacji skarbowych, nominalny wzrost PKB oraz implikowana premia za ryzyko – weryfikacja empiryczna*. Nie ma on klasycznej konstrukcji rozdziału składającego się z elementów cząstkowych, podobnie jak rozdział trzeci w rozprawie. Jego walorem jest potencjał empiryczny badania i jego ilustracja. Ponadto Autor wskazał na osiągnięcia rozprawy.

Zakończenie wskazuje na efekty rozprawy, a także na stan weryfikacji tezy.

4. Zalety rozprawy doktorskiej

Praca doktorska mgr. J. A. Przybyła stanowi opracowanie na temat konsekwencji niekonwencjonalnej polityki monetarnej na wyceny rynków akcji i mechanizm kanałów transmisji.

Z racji funkcji recenzenta wskazałabym na następujące, pozytywne elementy charakteryzujące przedłożoną rozprawę doktorską mgr. J. A. Przybyła.

1. Recenzowana rozprawa jest jednym z **nielicznych, opracowań** w polskiej literaturze finansowej, poświęconych powiązaniu zagadnień wyceny rynku akcji z kształtem realizowanej niekonwencjonalnej polityki monetarnej w latach 2008-2021.
2. Autor zidentyfikował lukę badawczą dotyczącą **związków między niestandardową polityką monetarną a wyceną akcji**.
3. Recenzowana praca doktorska podejmuje temat mało zbadany, ale aktualny i ciekawy.
4. Rozprawa doktorska jest dobrze zilustrowana faktograficznie, opiera się o liczne wykresy i grafiki dotyczące kształtowania się istotnych dla tematyki kategorii ekonomicznych, niezbędnych w prezentacji problematyki badanych czterech banków centralnych i problematyki makroekonomicznej wszystkich analizowanych gospodarek.
5. Doktorant wykorzystał w rozprawie literaturę przedmiotu, głównie obcojęzyczną, co należy szczególnie podkreślić. Objęła ona ok. 200 pozycji. Dowodzi to przeprowadzenia dobrej kwerendy bibliograficznej.
6. Wartościowe i oryginalne jest Jego badanie empiryczne zawarte w roz.5.

5. Niedostatki i uwagi krytyczne do recenzowanej rozprawy

Jak w każdej rozprawie doktorskiej, oprócz zalet – można znaleźć różnego rodzaju niedostatki, które z racji roli recenzenta zobowiązana jestem wskazać.

5.1. Brakuje we wstępie schematu pokazującego zamysł Autora w realizacji rozprawy, powiązania między tezą a poszczególnymi rozdziałami oraz zastosowanymi metodami badawczymi – w postaci np. „wizualizacji” procedury badawczej. Taki schemat pełniłby rolę „przewodnika” po rozważaniach i badaniach Doktoranta. Poza tym przydatne byłoby w nim też uporządkowanie i systematyzacja kroków badawczych zrealizowanych w rozprawie. Można by w ten sposób uniknąć pewnych powtórzeń rozważań podejmowanych przez Doktoranta. Natomiast jeśli Doktorant nie ma skłonności do grafik lub ich nie lubi, można by w to miejsce zaprezentować werbalnie procedurę badawczą.

5.2. Kolejnym istotnym zastrzeżeniem do przedłożonej treści rozprawy jest **nieprzekonywująca konceptualizacja** pierwszych dwóch rozdziałów pracy doktorskiej. O ile geneza zaistnienia niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, inicjująca rozdział 1., nie budzi zastrzeżeń, o tyle brakuje w nim systematyzacji niestandardowych narzędzi i komentarzy dotyczących mechanizmu ich działania w ogólności, nieprzypisana do żadnego z badanych banków centralnych. Rozdział 1. poza genezą polityki niestandardowej powinien być poświęcony instrumentom niekonwencjonalnym. Natomiast rozdział 2. powinien zawierać już

tylko prezentację tej polityki w poszczególnych czterech bankach centralnych. Tymczasem w rozprawie Autora informacje te są przemieszane w obu rozdziałach – w pierwszym krócej, w drugim szerzej. Patrząc na spis treści – bardziej eksponowane są banki centralne w obu rozdziałach, a nie instrumenty niekonwencjonalne. A to przecież celem rozprawy było zbadanie wpływu tych instrumentów na wyceny rynków akcji.

5.3. W rozprawie trochę mało jest prezentacji ocen własnych Autora badanych zjawisk. Częściej to wygląda na diagnozę stanu aniżeli ocenę.

5.4. Brakuje też recenzentce szerszego spojrzenia na **inne czynniki kształtujące wyceny rynków akcji** aniżeli tylko niekonwencjonalna polityka monetarna. Jest to bardzo obszerne zagadnienie, a Autor stwarza wrażenie, jakby tego problemu nie widział.

5.5. Bardzo słabo korzysta Autor przy odsyłaczach z funkcji op. cit. czy ibidem.

6. Uwagi szczegółowe

6.1. Nieprawidłowo umieszczone są numery stron pracy przy jej parzystych stronach – przy grzbiecie pracy, a powinny być przy zewnętrznym brzegu strony.

6.2. Przy wymieniankach brak interpunkcji, np. s. 8, i na innych stronach także.

6.3. Niektóre tytuły tabel czy wykresów są podwójne (po polsku i po angielsku albo 2x po polsku), np. wykres 52, wykres 55 (s. 106), podobnie w tabeli 7 (s.110). Nie powinno tak być.

6.4. Niektóre tytuły tabel i wykresów mają zbędną kropkę na końcu tytułu, np. tabela 5 (s.105), czy wykres 56 (s. 107), tabela 14 (s. 146).

6.5. Wykres 17 jest niezrozumiały i nieczytelny (s.35).

6.6. Niektóre tytuły mają podany błędny zakres czasowy; np. wykres 18 (s. 37) podaje okres od 1988 r., tymczasem na wykresie rokiem początkowym jest 1998. Podobnie jest na wykresie 53, gdzie jako początkowy wskazany jest rok 1954, tymczasem na wykresie jest nim rok 1963.

6.7. Niektóre tabele nie mają doprecyzowanego tytułu, bez podania jakiego banku centralnego dotyczy ilustracja – np. wykres 76 (s. 156). Tu powinna być informacja, że chodzi o Bank Japonii.

W rozprawie spotkamy określenia nieostre i nieprecyzyjne, np. **znaczący** wpływ (s. 4 w sformułowaniu tezy). Takie określenie jest nic niemówiące.

s. 9 – dwa razy zwrot „W Rozdziale” dużą literą

s. 11 – piszę, zamiast pisze.

s. 12 – Świecie, zamiast świecie.

s. 31 – zamiast Meryna Kinga, powinno być Mervyna Kinga.

s. 41 – nieprawidłowe wyrażenie ...setktora bankowego.

s. 77 – niezgrabne jest używanie w tekście zwrotu „ dłuższe okresy czasowe”; „okres” jest pojęciem czasu, więc niepotrzebne jest dorzucenie słowa „czasowe”.

s.145 – zwrot potoczny „ wpływ **rozjazdu** poziomów rentowności.....” nie powinien się rozprawie znaleźć.

7. Konkluzja

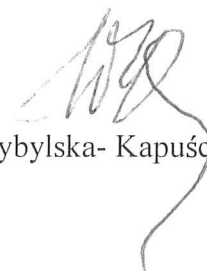
Podniesione w recenzji uwagi krytyczne, dotyczące zarówno koncepcji pracy, jej realizacji, jak i wskazanych niedostatków warsztatowych rozprawy nie stanowią przeszkody w zaakceptowaniu rozprawy doktorskiej mgr. Jarosława Adama Przybyła w jej obecnym kształcie.

Poziom przedłożonej rozprawy doktorskiej spełnia wymogi ustawy z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki oraz Rozporządzenie Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 19 stycznia 2018 roku w sprawie szczegółowego trybu i warunków przeprowadzania czynności w przewodzie doktorskim, w postępowaniu habilitacyjnym oraz w postępowaniu o nadanie tytułu profesora.

Swoją opinię recenzentka formułuje ze względu na następujące argumenty:

- Autor rozwiązał w oryginalny sposób podjęty problemu badawczego,
- dowiódł umiejętności warsztatowych w samodzielnym prowadzeniu badań,
- wykazał się dobrą znajomością badanej problematyki,
- dobrał właściwą literaturę do prezentowanego problemu,
- zastosował prawidłowe metody badawcze,
- przeprowadził interesująca analizę empiryczną w przedmiotowym zakresie rozprawy.

Formułuję wniosek o przyjęcie rozprawy i dopuszczenie mgr. Jarosława Adama Przybyła do obrony


Wiesława Przybylska- Kapuścińska