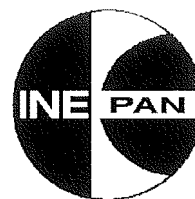


19. 07. 2024

W P Ł Y N Ę Ł O



dr hab. Oskar Kowalewski
Instytut Nauk Ekonomicznych
Polska Akademia Nauk
Nowy Świat 72
00-330 Warszawa, Poland



Recenzja rozprawy doktorskiej Katarzyny Kwiatkowskiej zatytułowanej "Wartość rynkowa a struktura akcjonariatu banków w krajach Europy Środkowej"

Dr hab. Oskar Kowalewski, prof. INE PAN

Wprowadzenie

Rozprawa doktorska Katarzyny Kwiatkowskiej pt. „Wartość rynkowa a struktura akcjonariatu banków w krajach Europy Środkowej” podejmuje istotny i aktualny problem badawczy z zakresu ekonomii i finansów, którym jest ocena zależności między strukturą akcjonariatu a wartością rynkową banków notowanych na giełdach papierów wartościowych w krajach Europy Środkowej. Badanie koncentruje się na dwóch głównych aspektach struktury akcjonariatu: koncentracji własności, szczególnie obecności akcjonariusza kontrolującego, oraz rodzaju akcjonariusza, zwłaszcza zagranicznego. W rozprawie testowane są dwie główne hipotezy:

1. Związek między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową banków.
2. Związek między obecnością akcjonariusza zagranicznego a wartością rynkową banków.

Hipotezy te są dalej szczegółowo omówione przez uwzględnienie dochodowości banku oraz znaczenia kryzysu finansowego.

Badanie to jest istotne, ponieważ analizuje region odgrywający kluczową rolę w szerszym europejskim systemie finansowym oraz dostarcza wglądu w czynniki wpływające na wycenę banków i struktury własnościowe. Zasadność podjęcia przez Doktorantkę badań w opisanym wyżej obszarze jest zatem uzasadniona, szczególnie, że omawia także znaczenie kryzysu finansowego.

W przypadku omawianej rozprawy, wysoka ranga zagadnienia badawczego idzie w parze z dobrą jakością analiz teoretycznych i empirycznych. Doktorantka wykazuje dogłębną znajomość poruszanych tematów, dobrze orientuje się w literaturze przedmiotu i generalnie właściwie stosuje ilościowe metody analizy. Te cechy sprawiają, że moja ocena całej rozprawy, mimo przedstawionych w dalszej części recenzji uwag krytycznych i polemicznych, jest jednoznacznie pozytywna.

Struktura rozprawy

Praca ma tradycyjną budowę. Składa się z wprowadzenia, obszernego rozdziału podsumowującego oraz czterech rozdziałów, które systematycznie realizują cel badawczy. W pierwszym rozdziale przedstawiono istotę wartości rynkowej oraz metody jej szacowania, a także przeprowadzono przegląd literatury dotyczącej determinant wartości rynkowej banków. Czynniki te pogrupowano na determinanty makroekonomiczne oraz wewnątrzbankowe.

Rozdział drugi poświęcono problematyce ładu korporacyjnego, koncentrując się na definicjach i teoriach ładu korporacyjnego, ze szczególnym uwzględnieniem banków. Omówiono również badania nad związkiem między strukturą własności a wartością rynkową banków.

W rozdziale trzecim sformułowano główne i pomocnicze hipotezy badawcze oraz scharakteryzowano próbę badawczą. Opisano również metodologię zastosowaną w badaniach, w tym konstrukcję modeli oraz definicje zmiennych.

Rozdział czwarty poświęcono weryfikacji hipotez badawczych. Skoncentrowano się na ocenie relacji między obecnością akcjonariusza większościowego a wartością rynkową banków, a także analizie związków między obecnością akcjonariusza zagranicznego a wartością rynkową. Uwzględniono również wpływ kryzysu finansowego na te relacje.

Ocena metodologii i wyników

Praca Katarzyny Kwiatkowskiej wyróżnia się starannie dobraną metodologią badawczą oraz szczegółową analizą empiryczną. Autorka skutecznie wykorzystwała różnorodne źródła danych, w tym dane rynkowe, finansowe oraz makroekonomiczne, co pozwoliło na kompleksową ocenę badanych zależności. Wartością dodaną pracy jest unikatowa baza danych, która umożliwiła oryginalne rozwiązanie problemu naukowego.

Analiza wyników empirycznych potwierdziła istotne związki między strukturą akcjonariatu a wartością rynkową banków, co stanowi istotny wkład w literaturę z zakresu finansów. Autorka trafnie zidentyfikowała ograniczenia badania oraz zaproponowała kierunki przyszłych badań.

Uwagi polemiczne i krytyczne

Obowiązkiem recenzenta jest jednak przede wszystkim wskazanie tych elementów pracy, które budzą pewne zastrzeżenia lub mogłyby być udoskonalone. Moje zasadnicze uwagi krytyczne i polemiczne przedstawiłem poniżej w punktach.

1. W odniesieniu do wyboru próby chciałbym sformułować dwa zastrzeżenia. Po pierwsze, w analizowanym regionie mamy ogólnie bardzo skoncentrowaną strukturę własności. Zgodnie ze statystyką opisową średnia (mediana) dla udziału największego akcjonariusza wynosi 56% (60%), a odchylenie standardowe 29%. Oznacza to względnie małą zmienność w próbie, co może powodować problemy z wyciąganiem wniosków, w szczególności, że w części krajów mamy tylko banki zdominowane przez akcjonariusza większościowego. Po drugie, w przypadku niektórych krajów, w szczególności Łotwy, reprezentowane są one przez jeden bank i cztery obserwacje. Pytanie, na ile jest zasadność dołączania tych krajów do badania, gdzie liczba obserwacji jest minimalna.
2. W badaniu analizowany jest związek między obecnością akcjonariusza większościowego (zagranicznego) a wartością rynkową banków. Akcjonariusze większościowi mogą się istotnie różnić pod względem ich typu czy też pochodzenia kapitału, przy uwzględnieniu szerszego spektrum niż kapitał krajowy i zagraniczny.
3. Głównym elementem badania jest analiza wpływu struktury akcjonariatu na wartość rynkową banku, mierzona wskaźnikiem market to book value (MTB) oraz Tobin Q. W celu ich obliczenia wykorzystuje się wartość rynkową banku, liczona jako liczba akcji razy cena. Jak autorka zauważa w pracy i co jest widoczne w statystyce opisowej, w próbie znajdują się banki, gdzie jeden akcjonariusz kontroluje 100% udziałów, co oznacza praktyczny brak obrotu akcjami, a zatem także brak zmienności ich ceny. W związku z tym te banki powinny zostać wykluczone z próby, ponieważ ich akcje są tylko teoretycznie przedmiotem obrotu.
4. Odnosząc się do powyższej uwagi, autorka powinna zweryfikować przy budowie próby, czy i w jakim stopniu akcje analizowanych banków są przedmiotem obrotu. Akcje banków charakteryzujące się większą płynnością powinny wykazywać się większą zmiennością cen akcji, co może mieć istotny wpływ na obliczone wskaźniki z wykorzystaniem wartości rynkowych.
5. W modelu autorka uwzględnia szereg zmiennych kontrolnych makroekonomicznych. Z jednej strony poprawnie zidentyfikowała, że wszystkie państwa w próbie są członkami Unii Europejskiej. Z drugiej strony autorka zignorowała fakt, że część państw w próbie jest także członkami strefy euro, co oznacza, że te banki podlegają nadzorowi Europejskiego Banku Centralnego, podczas gdy pozostałe banki podlegają krajowym instytucjom nadzorczym. W

związku z tym dobrze byłoby, gdyby autorka kontrolowała również, czy dany bank znajduje się w strefie euro, czy też nie.

6. Autorka, w przypadku szacowania modeli uwzględniających wpływ kryzysu, zdecydowała się zrezygnować z efektów stałych dla lat, używając jedynie zmiennych binarnych określających, czy w danym roku widoczny jest wpływ kryzysu. W praktyce zaleca się uwzględnienie efektów stałych dla lat, nawet w obecności zmiennych binarnych dla kryzysów. Uwzględnienie efektów stałych dla lat pozwala na kontrolowanie zmiennych specyficznych dla każdego roku, które mogą mieć wpływ na wyniki analizy.
7. Autorka powinna stosować podczas szacowania modeli solidne błędy standardowe (robust standard errors) w celu zapewnienia wiarygodności wnioskowania statystycznego, szczególnie w przypadku potencjalnych problemów z heteroskedastycznością oraz autokorelacją. Solidne błędy standardowe pozwalają na uzyskanie rzetelniejszych oszacowań standardowych błędów i testów istotności, nawet w obecności tych problemów, co zwiększa wiarygodność wyników analizy.
8. W Tabeli 4.2. i kolejnych przedstawiono wyniki oszacowanych modeli. Jednakże w tabelach brakuje informacji o estymowanym współczynniku stałej, który zgodnie ze wzorem (1) i (2) powinien być estymowany. W opisie brak jest również informacji, czy autorka uwzględniła w modelu stałą czy też nie. Uwzględnienie stałej w modelu jest kluczowe dla prawidłowej interpretacji wyników, dlatego konieczne jest wyraźne wskazanie, czy model zawiera stałą, oraz uwzględnienie estymowanego współczynnika stałej w tabelach wyników.

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.

1. Autorka w trakcie omawiania sposobu konstrukcji próby badawczej stwierdza, że z próby wykluczono banki wykazujące ujemny zysk netto. Ogólnie przyjęto, że ujemny wynik finansowy definiuje się jako stratę, a nie ujemny zysk.
2. W pracy brakuje informacji w jaki sposób autorka kontroluje takie wydarzenia jak procesy konsolidacyjne czy też podział akcji bądź wypłatę dywidendy, co może istotnie wpływać na cenę akcji w danym momencie.
3. W rozprawie można dostrzec powtórzenia, co sprawia, że lektura staje się czasem nużąca dla czytelnika np. na str.112 autorka pisze: "...Wartość rynkowa kapitału własnego równa

jest kapitalizacji rynkowej. Kapitalizacja rynkowa obliczana jest z kolei jako iloczyn ceny zamknięcia akcji i liczby wyemitowanych akcji na koniec danego roku kalendarzowego. ...Wartość rynkowa kapitału własnego równa jest wartości kapitalizacji rynkowej, natomiast kapitalizacja rynkowa odpowiada iloczynowi ceny zamknięcia akcji i liczby wyemitowanych akcji na koniec danego roku kalendarzowego.."

4. W odniesieniu do poprzedniego punktu praca skorzystałaby, gdyby autorka ograniczyła liczbę powtórzeń, jak na przykład kilkanaście razy wskazując an okres analiz, państwa, etc.

Podsumowanie

Recenzowana rozprawa doktorska Katarzyny Kwiatkowskiej pt. *„Wartość rynkowa a struktura akcjonariatu banków w krajach Europy Środkowej”* dowodzi, w moim przekonaniu, umiejętności Doktorantki w zakresie zaproponowania oryginalnego rozwiązania ważnego problemu naukowego. Doktorantka dobrze zna literaturę przedmiotu, umiejętnie z niej korzysta, poprawnie ilustruje swoje rozważania w oparciu o literaturę przedmiotu i dane statystyczne. Autorka rozprawy dysponuje też dobrym warsztatem naukowym. Właściwie dobiera narzędzia badawcze i zdaje sobie sprawę z ograniczeń zastosowanych metod. Przedstawione w recenzji uwagi krytyczne i polemiczne nie zmieniają ogólnej, jednoznacznie pozytywnej oceny rozprawy mgr Katarzyny Kwiatkowskiej.

Dlatego też stwierdzam, że **recenzowana rozprawa doktorska Katarzyny Kwiatkowskiej pt. „Wartość rynkowa a struktura akcjonariatu banków w krajach Europy Środkowej”** spełnia warunki określone w Ustawie Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce z dnia 20 lipca 2018 roku i wnoszę o jej dopuszczenie do publicznej obrony w dziedzinie nauk społecznych, dyscyplinie ekonomia i finanse.



Oskar Kowalewski