

Warszawa, 31 maja 2018 roku

Dr hab. Krzysztof Marczewski  
02-904 Warszawa  
Bernardyńska 1a m 37

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Adriana Wojtasa**  
**pt. Rola globalnych agencji ratingowych**  
**na przykładzie wybranych państw po roku 2007**

1. Przedmiot rozważań rozprawy

Celem rozprawy pana Adriana Wojtasa jest, jak pisze autor, ukazanie wzrostu znaczenia globalnych agencji ratingowych w zakresie ich działalności dotyczącej ustalania ratingów suwerennych. Zakres analizy został określony jako odcinek czasu między rozpoczęciem się światowego kryzysu finansowego (umownie rok 2007) a sytuacją bieżącą. Hipoteza badawcza pracy powtarza sformułowanie celu pracy wzmacniając je jednak o założenie, że w badanym okresie: "nastąpił znaczący wzrost znaczenia agencji ratingowych na światowym rynku finansowym, a na ten proces istotnie wpłynął kryzys finansowy".

Temat rozprawy jest zatem interesujący, a hipoteza nie jest oczywista. Można bowiem na tę kwestię spojrzeć dwojako. Po pierwsze, biorąc pod uwagę fakt, że w warunkach gwałtownych perturbacji na światowych rynkach finansowych w naturalny sposób rośnie zapotrzebowanie na ograniczanie ryzyka, a ratingi na ogół ułatwiają inwestorom realizację tej potrzeby. A po drugie, traktując okres globalnego kryzysu jako czas próby dla globalnych agencji ratingowych, w którym szczególnie ostrej weryfikacji podlega jakość przyznawanych przez nie ratingów, w tym zwłaszcza ratingów suwerennych. W tym drugim ujęciu wzrost znaczenia agencji ratingowych byłby nie tyle efektem ilościowego wzrostu popytu na ich usługi, co pokłosem wysokiej oceny jakości ich usług.

Autor patrzy na badaną kwestię głównie w tym drugim ciekawszym ujęciu, na co wskazuje przedstawiona w pracy dość szeroka enumeracja krytycznych ocen działalności globalnych agencji ratingowych w dobie kryzysu. Oznaczałoby to, że tak pojmowane znaczenie globalnych agencji ratingowych uległo w następstwie kryzysu erozji. Jednak autor nie idzie tak daleko. W podsumowaniu rozprawy formułuje opinię, że: „pomimo krytyki niewątpliwie pozycja agencji ratingowych musi zostać oceniona jako niezachwiana”. Czy oznacza to, że tym samym



pozytywnie weryfikuje postawioną przez siebie hipotezę badawczą? Brakuje mi w tym miejscu jasnego stanowiska autora.

## 2. Struktura treści rozprawy

Recenzowana rozprawa składa się ze Wstępu, pięciu rozdziałów merytorycznych oraz Podsumowania i wniosków. Uzupełnia ją aneks w postaci tabeli przedstawiającej oceny ratingowe przyznane przez trzy główne globalne agencje ratingowe 133 państwom świata wg stanu na grudzień 2016 roku i grudzień 2017 roku.

We wstępie autor opisuje zastosowaną metodykę pracy jako połączenie analizy i syntezy, a w ramach tej pierwszej zastosowanie procesów dedukcji i indukcji. W praktyce większość rozprawy ma charakter opisowy. Autor wykorzystuje w rozprawie materiały informacyjne zawarte na stronach internetowych agencji ratingowych, referuje występujące w literaturze oceny i poglądy na temat źródeł światowego kryzysu finansowego i roli agencji ratingowych, przytacza makroekonomiczne dane statystyczne dotyczące wybranych państw w powiązaniu ze zmianami ich ratingów.

Rozdział pierwszy zawiera opis rynku credit ratingu. Przedstawia kolejno procedurę nadawania ratingów, w tym suwerennych, regulacje prawne i strukturę podmiotową strony podaźowej rynku, historię głównych globalnych agencji ratingowych oraz opis stosowanych przez nie systemów ocen emitentów instrumentów finansowych i samych emisji tych instrumentów. Podstawowym źródłem informacji są tu strony internetowe trzech głównych agencji. Brakuje jednak podsumowania przedstawionego opisu i wskazania na ewentualne różnice ofert tych agencji.

W rozdziale drugim autor zajmuje się głównie opisem przebiegu światowego kryzysu finansowego w latach 2008-2013, posiłkując się obfitą literaturą krajową z tego zakresu. Poprzedza ten opis informacją o fazach cyklu koniunkturalnego i dwu międzynarodowych organizacjach wierzycieli: Klubie Paryskim i Klubie Londyńskim.

Rozdział trzeci omawia w swej pierwszej części stan finansów publicznych i długu publicznego w wybranych krajach Unii Europejskiej podczas kryzysu. Analizę tę uzupełniają rozważania dotyczące zarządzania długiem publicznym, powiązań między długiem sektora prywatnego a długiem publicznym oraz granic zadłużania państw. W części drugiej autor dokumentuje wpływ poziomu długu publicznego (w relacji do PKB) na ratingi analizowanych państw UE (w tym Polski). Rozdział zamyka punkt krótko charakteryzujący unijną procedurę dotyczącą zakłóceń równowagi makroekonomicznej (MIP).

W rozdziale czwartym autor ocenia wpływ ocen ratingowych na koszt zaciągania długu zagranicznego przez państwa oraz analizuje ewolucję tych ocen wystawianych przez agencje

w okresie kryzysu 6 państwom UE: Niemcom, Francji, Włochom, Hiszpanii, Polsce i Węgrom. Rozdział zamyka punkt krótko prezentujący historię polskiego ratingu suwerennego oraz agencje ratingowe działające w Polsce.

Rozdział piąty poświęcony jest ocenie działalności globalnych agencji ratingowych w okresie kryzysu. Autor zestawia w nim występujące w literaturze opinie, w znacznej mierze krytyczne na temat tej działalności oraz przedstawia proponowane kierunki reform. W szczególności opowiada się za powołaniem Europejskiej Agencji Ratingowej.

W podsumowaniu autor rekapitułuje oceny zawarte w rozdziale piątym. Bardzo ostrożnie formułuje swoje stanowisko. Sugeruje między innymi nasilenie działań informacyjno-edukacyjnych wśród uczestników rynków finansowych o tym, że ratingi nie zdejmują z nich ryzyka podejmowanych decyzji inwestycyjnych, a tylko stanowią dodatkowe źródło informacji o skali tego ryzyka. Podnosi też postulat większej przejrzystości procedur przyznawania ocen kredytowych przez agencje, a także uregulowania dostępu agencji do wewnętrznych informacji emitentów oraz fundamentalnej kwestii konfliktu interesów wynikającego z formuły: „emitent płaci za ocenę”.

Podstawowy rdzeń struktury rozprawy jest logiczny. Autor rozpoczyna od charakterystyki podmiotu analizy, którym są globalne agencje ratingowe, potem opisuje uwarunkowania zewnętrzne ich działalności zdeterminowane, w badanym okresie, przez światowy kryzys finansowy, a następnie omawia podstawowy przedmiot zainteresowania agencji przy sporządzaniu ratingów suwerennych, a więc ewolucję stanu finansów publicznych wybranych państw. Kontynuacją tego toku myślenia jest analiza reakcji agencji na tę ewolucję i wreszcie ocena tych reakcji.

Jednak ten podstawowy rdzeń jest w wielu miejscach zakłócany przez wtręty albo nie związane z tokiem wyводу albo nie dość jasno uzasadnione albo zbyt krótkie, aby coś istotnego wnosili do meritum rozprawy. Należą do nich, w mojej opinii, przykładowo punkty dotyczące cyklu koniunkturalnego w gospodarce (rozdział II), Klubu Paryskiego i Londyńskiego (rozdział II), formalnych granic zadłużenia państw (rozdział III), Macroeconomic Imbalance Procedure (rozdział III), agencji ratingowych działających w Polsce (rozdział IV). Pogarsza to czytelność rozprawy, nie zwiększając jej wartości informacyjnej.

### 3. Uwagi do hipotezy badawczej

Jak już powyżej sygnalizowałem, oceniam, że autor nie dość czytelnie zarysował swoje stanowisko co do rezultatu weryfikacji hipotezy badawczej. Czy nastąpił czy też nie nastąpił znaczący wzrost znaczenia agencji ratingowych na światowym rynku finansowym? Czy może wzrosło znaczenie niektórych z tych agencji a innych spadło? Autor w ogóle nie dokonuje

analizy porównawczej działań „wielkiej trójki”, a wydaje się to możliwe, także w ramach zebranej przez niego faktografii. Nie ma też stanowiska, w odniesieniu do których państw oceny agencji były bardziej adekwatne i na czasie, a do których - mniej adekwatne i spóźnione. Brakuje mi też usystematyzowania niedostatków w działalności agencji ratingowych, np. w podziale na problemy do rozwiązania wewnętrznie i problemy do podjęcia w ramach regulacji zewnętrznych względem agencji. Brak w rozprawie dyskusji akceptowanej przed kryzysem przez Komisję Europejską samoregulacji branży (tzw. Kodeks dobrych praktyk) oraz proponowanych przez nią po kryzysie nowych regulacji, m.in. zakazujących świadczenia usług doradczych, nakazu przejrzystości procedur udzielania ratingu oraz zacieśnienia kontroli wewnętrznej w samych agencjach.

W rezultacie weryfikacja hipotezy badawczej odbywa się niejako implicite przez przedstawiony w piątym rozdziale dość wszechstronny przegląd opinii (w tym własnych) nt. jakości działań agencji ratingowych w okresie kryzysu. Generalnie właśnie materiał zawarty w tym rozdziale oraz w rozdziale czwartym jest wartościowym wkładem autora. Jednak mógłby być lepiej uporządkowany.

W szczególności do walorów rozprawy zaliczam ciekawą analizę wpływu decyzji o zmianie credit ratingu na rentowność obligacji skarbowych wybranych państw (rozdział IV.2), treściwy przegląd zmian ocen kredytowych 6 państw Unii Europejskiej w latach 2008-2016 (rozdział IV.3) oraz interesujące, krytyczne zestawienie ocen działalności agencji ratingowych (rozdział V i Podsumowanie).

#### 4. Inne uwagi merytoryczne

W szeregu fragmentach rozprawy znajdują sformułowania budzące wątpliwości lub wymagające dodatkowego wyjaśnienia. Oto niektóre z nich.

Na s. 8 autor najpierw pisze o konflikcie interesów związanym z odpłatnością za wystawianie ratingu, a potem pisze o zbieżności interesów, określanej: „czasem jako układ typu principal-agent”. Ale przecież ten układ jest ilustracją konfliktu interesów. Na s. 39 podane zostały liczne parametry oceny ryzyka bez ich bliższego zdefiniowania. Na s. 52 pojęcie structured finance jest tłumaczone zawężająco jako obligacja strukturyzowana, a raczej idzie tu, szerzej, o instrumenty będące wynikiem sekurytyzacji. Na s. 60 używane jest w tytule tablicy 11 określenie: długoterminowy rating emisji, a idzie tu o: rating emisji długoterminowej. Na s. 79 używane jest określenie: kraje HIPC bez objaśnienia tego akronimu. Na s. 82 występuje definicja: „Rentowność obligacji to pewna wielkość odsetek od długu, które po prostu musi płacić emitent obligacji. Przyjmuje się, że im wyższa rentowność, tym większą kwotę odsetek musi zapłacić emitent.” Nie jest to prawidłowa definicja. Na s. 94 brak objaśnienia pojęcia



hipoteki podwójnego zastawu. Na s. 119 autor stwierdza, że: „Jako skutek kryzysu zweryfikowaniu należy poddać pogląd zakładający, że rządowe papiery wartościowe są wolne od ryzyka”. Nie sadzę, aby tak ekstremalny pogląd panował przed kryzysem, zwłaszcza jeśli autor ma na myśli wszystkie kategorie ryzyka suwerena. Nie bardzo rozumiem, dlaczego (s. 135) okoliczność, iż francuskie zadłużenie w dużej części znajduje się w rękach podmiotów zagranicznych jest jej atutem niż słabością.” Na s. 140-141 autor zauważa, że bardzo niskie stopy procentowe powodują, że gospodarka spowalnia, a inwestycje stają się nieopłacalne. Dlaczego? Wykres 29 (s. 149) wbrew powołaniu w tekście nie dotyczy eksportu a relacji długu do PKB na Węgrzech. Na s. 167 w komentarzu do tabeli 34 przedstawiona jest analiza okresu 2010-2016 a nie, jak jest to w tekście, 2008-2016.

#### 5. Ocena formalnej strony rozprawy

Przy ogólnie poprawnej stronie formalnej, zwłaszcza w warstwie językowej, znajduję jednak w rozprawie kilka powtórzonych akapitów oraz niewielką liczbę błędów literowych. Źródła ograniczają się w znacznej mierze do literatury krajowej. Niekiedy, zwłaszcza w rozdziale II, całe ustępy są zbudowane na kolejnych cytatach z tych samych autorów. Wykresy są czytelne i dobrze opisane, ale niemal wszystkie zostały skonstruowane na podstawie danych wtórnych, pobranych z portali analitycznych, a nie danych pierwotnych pochodzących z Eurostatu lub z GUS. Nie jest też jasna metoda doboru okresów analizy w poszczególnych wykresach. Brak tu jednolitości.

#### 6. Konkluzja

Bilansując przedstawione elementy oceny rozprawy znajduję przewagę cech pozytywnych. Konkludując stwierdzam, że rozprawa doktorska Adriana Wojtasa spełnia w dostatecznym stopniu ustawowe wymogi stawiane rozprawom doktorskim (Dz. U. z 2017 r. poz. 1789), a zatem wnioskuję o jej dopuszczenie do publicznej obrony.

K. Marasow