

Warszawa, 16 grudnia 2018 roku

Prof. dr hab. Krzysztof Jackowicz
Katedra Bankowości, Ubezpieczeń i Ryzyka
Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgra Macieja Albinowskiego pod tytułem „System
płatniczy a pośrednictwo finansowe: czy depozyty bieżące to odpowiednie źródło
finansowania ryzykownych aktywów?”**

Autor recenzowanej rozprawy podjął się niezwykle ambitnego zadania oceny, czy tzw. wąska bankowość może stanowić alternatywę dla tradycyjnego modelu pośrednictwa finansowego, a przy okazji przynosić korzyści społeczne. Idea wąskiej bankowości dyskutowana jest, choć trzeba przyznać z umiarkowanym natężeniem, w literaturze ekonomicznej i finansowej od wielu lat. Budzi ona też żywe emocje. W dużym skrócie zwolennicy modelu wąskiej bankowości podkreślają, że zredukowałaby ona potrzebę publicznej ingerencji w działanie systemu finansowego, zmniejszyłaby koszty regulacji i sprawowania nadzoru oraz chroniła przed wydatkowaniem środków publicznych na ratowanie banków. Przeciwnicy traktują ideę wąskiej bankowości jak pomysł rodem z powieści *political fiction*, poszukiwanie uproszczonych recept na rozwiązanie złożonych problemów, a wreszcie istotne zagrożenie dla efektywnego przepływu kapitału od oszczędzających do inwestujących. W sporze o wąską bankowość używane są zarówno argumenty ekonomiczne, jak i te wywodzące się z ogólnych przekonań adwersarzy co do właściwego miejsca państwa i regulacji w gospodarce. Wzięcie udziału w tego rodzaju sporze, jest dowodem odwagi Doktoranta, za co, w moim przekonaniu, należy się mu pochwała. Piszący te słowa dużo wyżej bowiem ceni prace naukowe, które podejmują ważne, kontrowersyjne tematy, nawet, gdy nie zgadza się z proponowanymi w nich rozwiązaniami, niż prace po raz kolejny powtarzające ogólnie

znane prawdy dobrze już udokumentowane w literaturze. Ponadto, w moim głębokim przekonaniu, w przypadku rozprawy doktorskiej pozostawanie przez recenzenta w zgodzie z poglądami w niej prezentowanymi nie powinno być podstawowym kryterium oceny. Najważniejsze są: poziom warsztatu naukowego, poprawność metodyczna, umiejętności korzystania z istniejącego dorobku oraz proponowania własnych rozwiązań popartych oryginalnymi rozważaniami teoretycznymi i empirycznymi.

Nakreślenia w powyższym akapicie swoistego recenzenckiego *credo* wymagał rodzaj mojej ogólnej oceny recenzowanej pracy. Otóż, uważam, że rozprawa doktorska mgra Macieja Albinowskiego **stoi na wysokim poziomie i spełnia wszystkie wymagania stawiane przez Ustawę o stopniach naukowych i tytule naukowych z 14 marca 2003 roku z późniejszymi zmianami**. Jednocześnie jednak, jak pokazuje dalszy tekst recenzji, nie zgadzam się z niektórymi konkluzjami Autora rozprawy a w stosunku do innych wniosków formułuję uwagi natury polemicznej. Niezgoda i polemika nie wynikają jednak z błędów w rozumowaniu Doktoranta, ale przede wszystkim z użycia odmiennych kryteriów oceny, innego wartościowania argumentów przemawiających za określonymi rozwiązaniami i przeciwko nim oraz wyraźnie wyższego sceptycyzmu autora tych słów co do biznesowej opłacalności modelu wąskiego banku oraz możliwości (ekonomicznych i politycznych) radykalnych przekształceń istniejącego systemu bankowego. Nie wchodząc w szczegóły, o ile zgadzam się ze stwierdzeniem Autora wieńczącym rozprawę, że koszty funkcjonowania systemu ubezpieczenia depozytów w systemie tradycyjnej bankowości są bardzo wysokie i rosące, o tyle nie sądzę, by propozycje wąskiej bankowości były możliwym do praktycznego zastosowania rozwiązaniem. Jedynym wyjątkiem, choć także niewolnym od wad, jest tu, moim zdaniem, propozycja ograniczonego oferowania przez banki centralne depozytów transakcyjnych podmiotom niefinansowym.

Na dalszą część recenzji składają się cztery podpunkty. W pierwszym z nich omawiam zalety recenzowanej pracy, stanowiące podstawę jej ogólnej wysokiej oceny. W drugim przedstawiam najistotniejsze uwagi polemiczne i krytyczne, w trzecim – uwagi szczegółowe mniejszym znaczeniu. W ostatnim podpunkcie recenzji prezentuję wnioski końcowe. Recenzję uzupełnia krótkie zestawienie cytowanych pozycji literatury przedmiotu.

1. Atuty pracy

Doktorant i Promotor wybrali, jak już wspominałem, nietatwy temat rozprawy z kilku powodów. Po pierwsze, brak jest doświadczeń historycznych z wąską bankowością na tyle licznych, by

tradycyjnymi metodami wnioskowania ekonometrycznego określić jej wpływ na funkcjonowanie gospodarki i dobrobyt społeczny. Ocena koncepcji wąskiej bankowości musi się zatem odbywać na drodze wnioskowania pośredniego. Po drugie, literatura traktująca o wąskiej bankowości jest bardzo rozproszona i wewnętrznie niespójna. Utrudnione są zatem porównania i dokonywanie syntez poglądów. Po trzecie, według mojej wiedzy, recenzowana rozprawa jest pierwszym tak obszernym opracowaniem poświęconym wąskiej bankowości w polskim piśmiennictwie. W związku z czym Doktorant (i Promotor) musieli rozwiązać szereg dodatkowych problemów, np. terminologicznych. Sama skala trudności zamierzenia badawczego nie przesądza o jego wartości, jeśli nie idzie za nią w ślad dobra jakość wykonania. W tym przypadku mamy jednak do czynienia nie tylko z ambitnym zamierzeniem, ale i jego kompetentną realizacją. Rozprawa dowodzi erudycji Doktoranta i jego dobrego przygotowania do prowadzenia samodzielnych badań. Autor oferuje czytelnikom dobre, krytyczne przeglądy istniejącej literatury przedmiotu i faktów z historii gospodarczej. Przede wszystkim jednak przedstawia wyniki interesujących, własnych dociekań teoretycznych i empirycznych. Niebagatelną zaletą pracy jest też jej komunikatywny język ułatwiający śledzenie toku rozumowania.

Omawiając atuty pracy, chciałbym nieco więcej uwagi poświęcić dwóm jej elementom bardzo istotnym z punktu widzenia oceny naukowej wartości. Są to: model teoretyczny z rozdziału drugiego i dociekania empiryczne z rozdziału trzeciego.

W końcowej części rozdziału drugiego Doktorant buduje autorski model działania banku jako pośrednika finansowego. Model ten, choć bazuje na pewnych upraszczających i restrykcyjnych założeniach jak przykładowo: brak przewagi banków w monitorowaniu wynikający z jednakowego dostępu do ryzykownej technologii inwestycyjnej czy też występowanie doskonałej konkurencji bankowej, jest formalnie elegancki i prowadzi do interesujących wniosków. Najważniejszy z nich sformułowany jest na s. 79 i sprowadza się do twierdzenia, że optymalna wartość bezpiecznych rezerw jest rosnącą funkcją parametru awersji do ryzyka. Dalszą konsekwencją tego faktu jest potrzeba funkcjonowania banków o zróżnicowanej polityce rezerw odpowiadającej heterogeniczności preferencji deponentów. Umiejętność zbudowania wewnętrznie spójnego modelu ekonomicznego, służącego teoretycznej analizie rozpatrywanych w rozprawie zagadnień świadczy, jak już wspomniałem, o wysokim poziomie warsztatu naukowego Doktoranta.

W rozdziale trzecim Doktorant przedstawia obszerną analizę empiryczną dwóch hipotez. Pierwsza z nich stanowi, że kredyt dystrybuowany przez banki nie jest determinowany wielkością depozytów oszczędnościowych złożonych w bankach. Druga przewiduje zaś, że okresy boomów kredytowych przynoszą obniżenie udziału oszczędności w strukturze finansowania banków.

Podstawą weryfikacji obu hipotez jest zbiór ponad 2000 kwartalnych obserwacji dla 20 gospodarek. Sposób przeprowadzenia badania przez Autora świadczy o jego rozległej wiedzy i wysokich umiejętnościach w zakresie wnioskowania ekonometrycznego. Doktorant właściwie dobiera metody badawcze, sprawdza spełnienie ich założeń, generalnie właściwie interpretuje wyniki oraz przeprowadza liczne testy stabilności rezultatów. Przeprowadzenie obu rodzajów badań: przyrostu kredytu bankowego i odchylenia udziału depozytów terminowych od trendu wymagało od Autora pokonania bardzo wielu trudności na etapie zbierania danych, które, niestety, często są niespójne metodycznie, niepełne i niedoskonale odzwierciedlają transakcyjny i oszczędnościowy komponent środków zdeponowanych w bankach. Mimo starannej lektury rozdziału trzeciego i recenzenckiego obowiązku poszukiwania słabości ocenianego tekstu, udało mi się zidentyfikować tylko kilka drobnych potknięć Doktoranta, które omawiam szczegółowo w kolejnym podpunkcie recenzji.

2. Uwagi polemiczne i krytyczne

Moje uwagi o charakterze polemicznym i krytycznym dotyczą kilku kwestii: doboru literatury przedmiotu, wnioskowania statystycznego, hipotez objaśniających rzadkość występowania wąskich banków w historii gospodarczej, istnienia aktywów wolnych od ryzyka, wiarygodności zobowiązań państwa do nieinterweniowania w okresie kryzysu, oceny konkretnych propozycji systemów wąskiej bankowości oraz konstrukcji rozprawy. Poniżej przedstawiam te uwagi w punktach

- *Literatura przedmiotu.* Cały rozdział drugi, jak zaznaczyłem uprzednio, stanowi generalnie mocną stronę rozprawy. Autor dokonuje w nim dogłębnego i, co najważniejsze, krytycznego przeglądu modeli teoretycznych odnoszących się do funkcjonowania banków i istoty pośrednictwa finansowego. Cechą tych modeli, jak też propozycji Doktoranta z podpunktu II.4, jest rozpatrywanie roli banków w kategoriach tradycyjnie rozumianego pośrednictwa finansowego. Tymczasem, w rzeczywistości gospodarczej ekonomiczne funkcje banków uległy istotnej zmianie. Zauważyli to na przełomie XX i XXI wieku F. Allen i A. Santomero (1998, 2001) w dwóch powiązanych ze sobą, ważnych, cytowanych łącznie ponad 2000 razy artykułach poświęconych teorii pośrednictwa finansowego. Szkoda, że Doktorant nie nawiązał choćby krótko do tych prac i np. zawartych w nich rozważań o transferze ryzyka i kosztach partycypacji. Pozwoliłoby to ukazać ustalenia poczynione w rozprawie w szerszej perspektywie, lepiej umiejscowić je w realiach gospodarczych i precyzyjniej nakreślić ich praktyczne znaczenie.
- *Wnioskowanie statystyczne.* W odniesieniu do badań empirycznych zaprezentowanych w rozdziale trzecim, chciałbym podzielić się czterema wątpliwościami i zastrzeżeniami. Po

pierwsze, nie mogę się zgodzić ze stwierdzeniami Doktoranta ze s. 104-105, że zmiany wprowadzone w specyfikacjach 3 oraz 5 z Tabeli III.3 nie zmieniają jakościowo wyników. Moim zdaniem, jest wręcz przeciwnie, zmienia się decyzja statystyczna co do hipotezy H2. Nie ma bowiem wtedy podstaw do odrzucenia hipotezy, że suma współczynników α_2 i α_3 jest równa zero. Po drugie, jest prawdą, że na poziomie istotności 5% nie można odrzucić hipotezy o nieistotności depozytów oszczędnościowych w Tabeli III.2. Na poziomie 10% jest to jednak już możliwe w 2 na 7 przypadków. Po trzecie, biorąc pod uwagę, dwa powyższe zastrzeżenia oraz raportowany przez Doktoranta fakt, że wyniki badań zależą od doboru okresu badania, w mojej ocenie, rezultaty weryfikacji hipotez są bardziej niestabilne niż wskazuje to wprost interpretacja Doktoranta. Pozwolę sobie postawić tu hipotezę, bazującą na doświadczeniu w roli promotora i recenzenta rozpraw doktorskich, że Autor pracy mógł być nadmiernie przywiązany do chęci pozytywnej weryfikacji postawionych hipotez badawczych. Negatywna weryfikacja, z naukowego punktu widzenia, jest jednak równie wartościowa, choć akurat w omawianym przypadku nie wspiera idei wąskiej bankowości. Po czwarte, na s. 104 Doktorant dwukrotnie myli poziom istotności z poziomem ufności, co traktuję wyłącznie jako pomyłkę wobec jakości całego wniosku statystycznego.

- *Rzadkość występowania wąskich banków w historii gospodarczej.* W podpunkcie I.2.5. Doktorant oferuje trzy wyjaśnienia, dlaczego wąskie banki tak rzadko pojawiały się w historii gospodarczej jako element systemu ekonomicznego nawet wtedy, gdy ten system był relatywnie w niewielkim stopniu poddany regulacji. Wyjaśnienia te bazują na chęci uzyskiwania dochodu przez deponentów, ich nieświadomości oraz braku sposobu wiarygodnego zobowiązania się banków do nieobciążania depozytów transakcyjnych ryzykiem inwestycyjnym. Zaproponowane wyjaśnienia oceniam jako ciekawe, interesujące jest też samo podjęcie tego zagadnienia, ale wydaje mi się, że istota problemu leży gdzie indziej. Otóż, jak podkreślają w swoich pracach o istocie (i źródłach) pośrednictwa finansowego B. Scholtens i D. van Wensveen (2000), racją bytu (i trwałego osiągnięcia nadwyżki efektów nad nakładami gospodarczymi) dla banków i innych pośredników finansowych jest tworzenie wartości dla klientów. A wartość ta jest kreowana wspólnie właśnie poprzez absorpcję i transformację ryzyka. W tym ujęciu banki nie są tylko pośrednikami między oszczędzającymi i inwestującymi, agentami podmiotów gospodarczych i delegowanymi monitorami. Są przedsiębiorstwami oferującymi produkty redukujące niezgodność poziomów awersji do ryzyka podmiotów nadwyżkowych i deficytowych, produkty, których nie mogą zaoferować inwestujący w ramach

bezpośredniego finansowania. Wykorzystując rozumowanie B. Scholtensa i D. van Wensveena, można zaryzykować hipotezę, że przyczyną rzadkości samoistnego wykształcenia się wąskich banków są słabości ich modelu biznesowego. Myślę, że w warunkach niekryzysowych atrakcyjność oferty wąskich banków dla klientów jest ograniczona, a w związku z tym nie dochodzi do tworzenia wartości dla klienta, co z kolei ogranicza możliwości długotrwale rentownego, zapewniającego odpowiednie wynagrodzenie dawcom kapitału, działania wąskich banków. Problem ten, jak sądzę, dziś występuje jeszcze z większą ostrością niż w przeszłości z uwagi na rozwój pozabankowych, elektronicznych rozliczeń i kryptowalut. W skrócie, nie jestem zatem przekonany, że wąski bank, zwłaszcza w restrykcyjnym ujęciu, w obecnych realiach technologicznych ma możliwość trwale rentownego działania.

- *Aktywa wolne od ryzyka.* Doktorant w całym swoim rozumowaniu, jak rozumiem, zakłada, że istnieje możliwość oferowania depozytów transakcyjnych zabezpieczonych aktywami wolnymi od ryzyka. Ostatnie doświadczenia kryzysowe uczą nas jednak, że żadnej z klas aktywów nie można *a priori* traktować jako do końca wolne od ryzyka. Powstaje zatem pytanie, który depozyt będzie bezpieczniejszy w niestabilnym ekonomicznie świecie przyszłości – ten zabezpieczony dobrze zdywersyfikowanym portfelem aktywów i znaczącym kapitałem własnym działającego tradycyjnie banku, czy ten oferowany przez wąski bank, zabezpieczony siłą rzeczy znacznie słabiej zdywersyfikowanym portfelem, przykładowo, instrumentów skarbowych, uznawanych dziś za prawie wolne od ryzyka. Pytanie to jest istotne, i w moim przekonaniu, wcale nie jest oczywiste, że wąska bankowość ma tu przewagę nad tradycyjną.
- *Zobowiązania państwa do nieinterweniowania.* Na s. 40 Autor wyraża przekonanie, że warunkiem wiarygodnego zobowiązania państwa do nieinterweniowania w okresach kryzysowych jest uniezależnienie bezpieczeństwa depozytów transakcyjnych od wypłacalności banków działających w tradycyjny sposób, tj. inwestujących ryzykownie zgromadzone depozyty transakcyjne. O ile zgadzam się, że funkcjonowanie depozytów transakcyjnych nieobarczonych ryzykiem inwestycyjnym mogłoby nieco zmniejszyć częstość interwencji publicznych, o tyle uważam, że takie rozwiązanie jest dalece niewystarczające do istotnego zmniejszenia prawdopodobieństwa ratowania przez państwo sektora bankowego w sytuacji kryzysowej. Sama skala działania banków, majątkowy kanał transmisji szoku z sektora finansowego do realnego, zakłócenia w podaży kredytu i relacjach bankowych stanowią, w moim przekonaniu, mocne przesłanki do stwierdzenia, że zobowiązania do nieinterweniowania pozostaną w wyobraźalnej przyszłości niewiarygodne lub przynajmniej

nie w pełni wiarygodne. Warto pamiętać, że pomoc państwową, z różnych przyczyn, otrzymują również przedsiębiorstwa niefinansowe niemające nic wspólnego z kreacją pieniądza bezgotówkowego, czy też oferowaniem depozytów transakcyjnych. Ochrona systemu płatniczego jest zatem, tak jak pisze Autor, ważną przyczyną interwencji państwa, ale obok niej interwencję państwa wymusza szereg innych, co najmniej równie istotnych czynników.

- *Propozycje systemów wąskiej bankowości.* W rozdziale czwartym Doktorant dokonuje przeglądu funkcjonujących w literaturze przedmiotu propozycji systemów wąskiej bankowości, klasyfikując je jednocześnie wedle stopnia restrykcyjności i rewolucyjności postulowanych zmian w stosunku do stanu obecnego. Następnie Autor pochyła się nad wpływem propozycji wąskiej bankowości na stabilność systemu finansowego i podaż kredytu. Na plus trzeba zapisać, że Autor zachowuje do wielu propozycji krytyczny stosunek, prezentując zarówno ich zalety, jak i wady. W odniesieniu do przedstawionych propozycji jestem jednak bardziej sceptyczny niż Autor rozprawy z kilku powodów. Po pierwsze, część z propozycji ewidentnie się zdezaktualizowała wobec rozwoju pieniądza elektronicznego i umiędzynarodowienia działalności bankowej i gospodarczej. Po drugie, słabością większości omówionych propozycji jest ogólnikowe potraktowanie kwestii praktycznych, pojawiających się na etapie ich implementacji oraz ignorowanie kosztów przekształcenia obecnego systemu w system wąskiej bankowości. Po trzecie, propozycje wąskiej bankowości, w moim przekonaniu, nie dają odpowiedzi na pytanie, jak poradzić sobie z międzynarodową koordynacją reform zmierzających do zwiększenia roli rezerw w bankowości i zmniejszenia ryzyka depozytów transakcyjnych. Wszystkie pomysły głębokiego ingerowania w istniejącą strukturę i organizację banków w warunkach unilateralnego zastosowania propozycji, postawiłyby, w mojej ocenie, banki z kraju reform unilateralnych w bardzo niekonkurencyjnym położeniu na rynku międzybankowym (kwestię biznesowej opłacalności wąskiej bankowości poruszałem już w jednej z moich wcześniejszych uwag). Powstałaby ponadto trudna do rozwiązania kwestia, według jakich zasad miałyby działać podmioty zależne od banków z krajów wąskiej bankowości w innych krajach oraz, na jakich zasadach świadczyłyby usługi transgraniczne tego rodzaju banki.
- *Konstrukcja rozprawy.* W odniesieniu do konstrukcji rozprawy nasuwają mi się dwa zastrzeżenia. Po pierwsze, Autor przedstawia krótkie rozważania definicyjne we wstępie i na początku pierwszego rozdziału. Są one jednak, w moim przekonaniu, niewystarczające. Szersze zdefiniowanie przedmiotu rozprawy, tj. wąskiej bankowości i jej odmian przynosi dopiero ostatni rozdział. Nie jest to, w mojej ocenie, rozwiązanie najtrafniejsze. Przyczynia

się ono bowiem do pojawienia się w pracy niekonsekwencji. Przykładowo we wstępie, wąskie banki, jak rozumiem, identyfikowane są z instytucjami depozytowymi, natomiast na s. 28 Doktorant jako przykład wąskiego banku podaje fundusze rynku pieniężnego. Wprawdzie jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego są zabezpieczone aktywami o niskim ryzyku, ale jednostki te, mimo wysokiej płynności, nie są substytutem pieniądza transakcyjnego zgromadzonego na rachunku bieżącym. Podobne rozumienie funduszy rynku pieniężnego jako odmiany wąskiej bankowości odnajdujemy na s. 48. Po drugie, załącznik prezentujący dodatkowy materiał, towarzyszący badaniu empirycznemu, jest umiejscowiony dziwnie, w środku pracy, między rozdziałami trzecim a czwartym.

3. Uwagi szczegółowe

W tym podpunkcie krótko omawiam kilka szczegółowych uwag i spostrzeżeń o mniejszym znaczeniu dla oceny całości recenzowanej pracy.

- Na s. 72 Autor, dezawuuując argument za łączeniem działalności depozytowej z kredytową bazujący na wykorzystaniu synergii informacyjnej w ocenie ryzyka, pisze, że możliwe jest funkcjonowanie banku wąskiego i kredytowego w ramach jednej organizacji, która wykorzystywałaby tę synergię. Zastanawiam się jednak, czy funkcjonowanie w jednej organizacji, przy nieprzejrzystych powiązaniach organizacyjnych i kapitałowych, banków wąskich i tradycyjnych nie prowadziło do zaprzeczenia idei powstania tych pierwszych, czyli dostarczania depozytów transakcyjnych nieobciążonych ryzykiem inwestycyjnym. Ponadto współistnienie banków tradycyjnych i wąskich w ramach jednej organizacji mogłoby prowadzić do pojawienia niekorzystnych dla deponentów zjawisk, podobnych do tych, które dotyczą klientów niektórych typów funduszy inwestycyjnych (Bhattacharya et al. 2013)
- W kwestii poruszonej na s. 103 - rozróżniania przez banki motywu złożenia depozytów, myślę, że problem ten nie stanowi przedmiotu analiz banków. Z ich punktu widzenia istotne jest osadzanie się depozytów jako w miarę stabilnych źródeł finansowania, niezależnie od motywu ich złożenia.
- Argumentacja dotycząca wpływu wąskiej bankowości na podaż kredytu (podpunkt IV.3.1) wymaga dopracowania. W obecnej wersji jest, w mojej ocenie, nieprzekonująca.
- Na s. 124 Autor wyraża pogląd, że dobra komunikacja ze strony organów publicznych uświadamiająca, że kryptowaluty są ryzykowne, spowodowała, że nie ma oczekiwań kompensowania przez władze publiczne spadku ich wartości. Wydaje mi się, że przyczyna

leży, gdzie indziej. Sądzę, że o braku takich oczekiwań i żądań decyduje fakt, że kryptowaluty wciąż mają niewielkie znaczenie ekonomiczne i są w posiadaniu wąskiego grona inwestorów. Gdyby były w powszechnym użyciu, obawiam się, sytuacja przedstawiałaby się inaczej, niezależnie od polityki informacyjnej. Siła oddziaływania polityki informacyjnej jest ograniczona w takich przypadkach. Decydują względy polityczne i obawy, np. przed uruchomieniem majątkowego kanału transmisji negatywnego szoku ekonomicznego.

- W rozdziale pierwszym, nieco niefortunnie, Doktorant używa pojęcia efektywność systemu bankowego, raz w odniesieniu do braku pełnego zabezpieczenia depozytów (s. 24), raz do występowania upadłości banków (s. 28). Pojęcie efektywności systemu bankowego jest bez wątpienia szersze.
- Stwierdzenie, że banki nie aktualizują wyceny aktywów do wartości rynkowej (s. 10) nie jest zgodne z prawdą.

4. Podsumowanie

Recenzowana rozprawa dowodzi, w moim przekonaniu, umiejętności Doktoranta w zakresie zaproponowania oryginalnego rozwiązania istotnego problemu naukowego. Doktorant dobrze zna ekonomiczną literaturę przedmiotu, umiejętnie z niej korzysta, łącząc obserwacje empiryczne z faktami z historii gospodarczej. Co istotne, ma on do pozycji literatury przedmiotu krytyczny stosunek. Doktorant dysponuje dobrym warsztatem naukowym, samodzielnie formułuje modele teoretyczne, prawidłowo stawia hipotezy, dobrze dobiera ilościowe narzędzia ich weryfikacji. Zdaje sobie także sprawę z ograniczeń zastosowanych metod. Przedstawione w recenzji uwagi krytyczne i polemiczne nie zmieniają **ogólnej wysokiej oceny wartości rozprawy mgra Macieja Albinowskiego**. Dlatego też stwierdzam, że **recenzowana rozprawa spełnia warunki określone w Ustawie o stopniach naukowych i tytułach naukowych z 14 marca 2003 roku i wnoszę o jej dopuszczenie do publicznej obrony w dziedzinie nauk ekonomicznych, dyscyplinie ekonomia**.



Krzysztof Jackowicz

Cytowane pozycje literatury przedmiotu

Allen F., Santomero A. M., 1998, The theory of financial intermediation, *Journal of Banking and Finance* 21: 1461-1485.

Allen F., Santomero A. M., 2001, What do financial intermediaries do ?, *Journal of Banking and Finance* 25: 271-294.

Bhattacharya U., Lee J.H., Pool, V.K., 2013, Conflicting family values in mutual fund families, *The Journal of Finance* 68: 173-200.

Sholtens B., van Wensveen D., 2000, A critique on the theory of financial intermediation, *Journal of Banking and Finance* 24: 1243-1251.