

Warszawa, dnia 27 lipca 2024 r.

Dr hab. Jan Koleśnik, prof. SGH
Zakład Bezpieczeństwa Systemu Bankowego
Instytut Bankowości
Kolegium Ekonomiczno-Społeczne
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Recenzja

rozprawy doktorskiej Pana mgr Macieja Chodzińskiego pt. „Kryteria ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów na polskim rynku finansowym”

Niniejsza recenzja została sporządzona na zlecenie Przewodniczącej Rady Naukowej Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu. Recenzowana rozprawa została napisana pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Leszka Dziawgo, zaś promotorem pomocniczym był dr Dariusz Piotrowski.

1. Cel, hipotezy i metody badawcze

Recenzowana praca doktorska reprezentuje nurt badawczy dotyczący problematyki praktycznego stosowania, w podejmowaniu decyzji gospodarczych, idei społecznej odpowiedzialności biznesu, łączącej kwestie etyczne, społeczne i elementy tzw. ładu korporacyjnego. Autor zidentyfikował lukę poznawczą w tym nurcie związaną z niedostatkami badań odnoszących się do zakresu decyzji inwestycyjnych inwestorów na polskim rynku finansowym w kontekście społecznej odpowiedzialności oraz zmiany w udostępnianych informacjach ESG (środowisko, społeczeństwo, ład korporacyjny). Identyfikacja tej luki stała się zaś przesłanką dla podjęcia badań przedstawionych w recenzowanej rozprawie, które mogą stać się punktem wyjścia do dalszych analiz w obszarze



podejmowania zrównoważonych decyzji inwestycyjnych w kontekście Europejskiego Zielonego Ładu.

Głównym celem pracy analiza uwzględniania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych i profesjonalnych na polskim rynku finansowym ze szczególnym uwzględnieniem elementów wchodzących w skład Europejskiego Zielonego Ładu (s. 7). Dodatkowo Autor sformułował zbiór pięciu celów szczegółowych, do których zaliczył:

- analizę definicji i terminologii związanej ze społecznie odpowiedzialnym inwestowaniem,
- usystematyzowanie wiedzy dotyczącej Europejskiego Zielonego Ładu w kontekście dodatkowych ujawnień realizowanych na poziomie produktu finansowego,
- analizę wyników badań oraz raportów dotyczących inwestowania społecznie odpowiedzialnego, a w szczególności kwestii związanych z aspektami ESG na rynkach finansowych,
- określenie, w jakim stopniu inwestorzy indywidualni i inwestorzy profesjonalni na polskim rynku finansowym zamierzają uwzględniać kryteria ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych,
- określenie różnic pomiędzy inwestorami indywidualnymi a inwestorami profesjonalnymi w zakresie preferencji dotyczących społecznie odpowiedzialnych aspektów realizowanych inwestycji.

Powyższe cele szczegółowe stanowią integralne komponenty celu głównego, niektóre z nich mają przy tym charakter rozszerzający cel główny (np. określenie różnic pomiędzy inwestorami indywidualnymi a inwestorami profesjonalnymi w zakresie preferencji dotyczących społecznie odpowiedzialnych aspektów realizowanych inwestycji) inne zaś zawężający (np. określenie, w jakim stopniu inwestorzy indywidualni i inwestorzy profesjonalni na polskim rynku finansowym zamierzają uwzględniać kryteria ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych) niemniej jednak odnoszą się do obszarów, które powinny być przedstawione w pracy. Wątpliwości budzi jedynie zaliczenie do celów szczegółowych analizy definicji i terminologii związanej ze społecznie odpowiedzialnym inwestowaniem, gdyż ich przeprowadzenie nie może być celem samym w sobie lecz jedynie narzędziem do realizacji celu głównego i pozostałych celów szczegółowych.



Na podstawie określonego celu głównego oraz celów szczegółowych Autor sformułował dwie równorzędne hipotezy dotyczące dwóch grup inwestorów: indywidualnych – inwestujących własne środki finansowe oraz profesjonalnych – zawodowo inwestujących powierzone im środki finansowe lub świadczących usługi profesjonalnego doradztwa inwestycyjnego:

H1: Kryteria ESG są wykorzystywane przez inwestorów indywidualnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

H2: Kryteria ESG są wykorzystywane przez inwestorów profesjonalnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Postawione hipotezy badawcze oceniam wysoko jako ważne rozwinięcie celu głównego w ramach zidentyfikowanego problemu badawczego. Reasumując stwierdzam zaś, iż określony przez Autora cel główny pracy i cele szczegółowe oraz sformułowane hipotezy są ważne z naukowego punktu widzenia i oceniam je pozytywnie.

Doktorant jako metody badawcze zastosował krytyczną analizę literatury przedmiotu i aktów prawnych dotyczących Europejskiego Zielonego Ładu, metodę opisową i porównawczą, analizę danych zastanych oraz analizę wyników badań obcych i własnych.

Mocną stroną pracy jest zastosowana procedura badawcza oparta o badanie ankietowe przeprowadzone z wykorzystaniem techniki CAWI, na dwóch próbach badawczych, obejmujących inwestorów indywidualnych i inwestorów profesjonalnych.

Dobór i sposób zastosowania metod badawczych uznaję za odpowiedni.

2. Ocena struktury pracy

Praca składa się ze wstępu, pięciu rozdziałów, zakończenia, bibliografii oraz załącznika z kwestionariuszem badania ankietowego wykorzystanego przez Autora (w sumie liczy 250 stron). Kolejność rozdziałów nie budzi większych zastrzeżeń. W przypadku wydania niniejszej dysertacji w formie książki można jedynie zastanowić się nad zmianą kolejności rozdziału 4 i 5, w celu ujednolicenia układu opisywania najpierw problematyki inwestorów instytucjonalnych a później indywidualnych, tak jak uczyniono to w rozdziale 3. Strukturę pracy oceniam jako, co do zasady przejrzystą, z właściwymi proporcjami oraz podziałem treści pomiędzy jej poszczególnymi głównymi częściami. Drobnym mankamentem jest niestosowanie przez Autora przypisów dolnych, do których powinny

zostać przeniesione niektóre szczegółowe wyjaśnienia zawarte w tekście głównym, co mogłoby to istotnie poprawić płynność tekstu i przejrzystość wyводу.

3. Ogólna ocena pracy

Poziom merytoryczny pracy oceniam jako wysoki. Nie zidentyfikowałem żadnych istotnych błędów merytorycznych, a poniższe uwagi mają wyłącznie charakter polemiczny nie obniżający pozytywnej oceny pracy.

Pierwszy rozdział pt.: „Społecznie odpowiedzialne inwestowanie” ma charakter systematyzujący oraz wprowadzający podstawowe pojęcia. W rozdziale tym (podrozdział 1.1.) Autor przedstawiał i szczegółowo wyjaśnił, w oparciu o pogłębiony przegląd literatury, genezę idei społecznie odpowiedzialnego inwestowania poczynając od jej powstania w XVIII wieku a skończywszy na najnowszym trendach w tym zakresie, jakie powstały po kryzysie 2008+. W kolejnym podrozdziale, w podobnie usystematyzowany sposób, Doktorant odniósł się do problemu współistnienia kryteriów środowiskowych, etycznych, społecznych i religijnych w koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego (Socially Responsible Investing – SRI) oraz koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu (Corporate Social Responsibility – CSR), wskazując, iż pojęcie CSR stanowi swego rodzaju odpowiednik społecznie odpowiedzialnych inwestycji, poruszając kwestie etyki z perspektywy korporacyjnej. Wskazując zakres inwestowania społecznie odpowiedzialnego, Doktorant w kolejnym podrozdziale, przedstawia czynniki ESG z uwzględnieniem wielu różnych ich definicji w zależności od źródła informacji (s. 23), aczkolwiek zabrakło wyraźnego wskazania Autora, którą definicję uważa za najlepszą bądź propozycji własnego ujęcia. Podobnie w przypadku zestawienia głównych filozofii inwestycyjnych dla społecznie odpowiedzialnych inwestycji brak jest własnych refleksji Doktoranta. Z punktu widzenia przejrzystości toku wyводу wydaje się, iż najpierw należałoby przedstawić czynniki oddziałujące na decyzje inwestycyjne uwzględniające kwestie społecznej odpowiedzialności (1.3.3.3) a dopiero następnie zasady konstrukcji etycznego portfela inwestycyjnego (1.3.3.2). Szczególnie interesującymi i ważnymi z punktu widzenia dalszych rozważań są dwa ostatnie podrozdziały rozdziału I, w których Autor dokonał pogłębionej analizy ewolucji strategii społecznie odpowiedzialnego inwestowania (1.4) przedstawiając pięć generacji tego typu strategii oraz przedstawiając kryteria klasyfikacji inwestycji społecznie odpowiedzialnych w

Unii Europejskiej (1.5), aczkolwiek szkoda, że i tu również zabrakło autorskiego komentarza, czy też propozycji zmian/modyfikacji w tym zakresie.

Rozdział drugi pt.: „Europejski Zielony Ład jako priorytetowa strategia rozwoju Unii Europejskiej” ma także wymiar wprowadzający i systematyzujący, aczkolwiek ważny z uwagi na liczne kontrowersje dotyczące Europejskiego Zielonego Ładu, gdyż daje czytelnikowi możliwość poznania tej problematyki w sposób rzetelny, kompleksowy i pozbawiony emocji. Rozdział ten rozpoczyna się od przedstawienia ekonomicznych aspektów zmian klimatycznych i ewolucji podejścia w tym zakresie na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat. Następnie Autor przedstawia międzynarodowe inicjatywy na rzecz ochrony klimatu i środowiska naturalnego ze szczególnym uwzględnieniem działań na rzecz środowiska naturalnego w traktatach europejskich, Agendy 2030 oraz Porozumienia Paryskiego. Prezentacja tego szerszego kontekstu pozwala na lepsze zrozumienie istoty Europejskiego Zielonego Ładu (2.3), którego Autor przedstawia z uwzględnieniem najnowszych badań prowadzonych w latach 2020-2023 dotyczących wpływu finansowania zrównoważonego rozwoju w Stanach Zjednoczonych, Rosji i Chinach na dynamikę spadku emisji dwutlenku węgla. Szkoda, iż zabrakło w tych rozważaniach odniesienia się do zmian w Europejskim Zielonym Ładzie postulowanych np. przez europejskich rolników. W ostatnim podrozdziale Doktorant dokonał interesującego przeglądu najnowszych regulacji Unii Europejskiej w zakresie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych, aczkolwiek zabrakło informacji o kosztach wdrożenia tych regulacji oraz przypuszczeń co do ich skuteczności.

W **rozdziale trzecim** rozprawy pt.: „Wyniki badań dotyczących wykorzystania kryteriów ESG na polskim rynku finansowym”, którego jak sam tytuł rozdziału wskazuje, Doktorant przedstawił dotychczasowe wyniki badań w tym zakresie prowadzone m.in. przez globalne firmy doradcze, uznany ośrodek badania opinii publicznej oraz polskich naukowców. Jako trafny oceniam dobór prezentowanych badań, dzięki którym czytelnik może poznać różne aspekty i przekroje problematyki wykorzystania kryteriów ESG na polskim rynku finansowym. Prawidłowa jest także kolejność opisywanych badań, która powoduje, iż najpierw poznajemy podejście międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych według badań realizowanych przez firmę EY z 2022 r. (3.1), następnie podejście sektora bankowego w Polsce według tegorocznego raportu PwC (3.2.) oraz postawy środowiskowe polskiego społeczeństwa zidentyfikowane w badaniu Centrum Badania Opinii Społecznej z 2020 roku (3.3). W ostatnim podrozdziale Autor przedstawił

postrzeganie aspektów ESG przez inwestorów indywidualnych na podstawie badań wykonanych na Uniwersytecie Mikołaja Kopernika w latach 2021-2022 oraz Ogólnopolskiego Badania Inwestorów przeprowadzanego cyklicznie przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych. Warto przy tym podkreślić, iż na uznanie zasługuje nie tylko dobór i kolejność przytoczonych badań, ale przede wszystkim wskazanie przez Autora ich mocnych i słabych stron oraz liczne odwołania do literatury przedmiotu w celu uzupełnienia i wyjaśnienia niektórych wniosków płynących z tych badań. Co ważne pomimo tak szczegółowego przedstawienia dotychczasowych badań Autor wykazał, iż wciąż istnieje luka badawcza w tym zakresie, którą należy wypełnić przeprowadzając kompleksowe badanie dotyczące zarówno inwestorów indywidualnych, jak i profesjonalnych.

Kluczowe z punktu widzenia celu pracy są **dwa ostatnie rozdziały**, w których Doktorant przedstawił wyniki badań własnych w zakresie uwzględniania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych (**rozdział 4**) i profesjonalnych (**rozdział 5**) na polskim rynku finansowym. Bardzo ważne z punktu późniejszej analizy otrzymanych wyników było jasne i precyzyjne zdefiniowanie przez Doktoranta grupy inwestorów indywidualnych, do których zaliczone zostały osoby, inwestujące samodzielnie na rynku finansowym posiadane środki finansowe oraz grupy inwestorów profesjonalnych składającej się z osób zajmujących się zawodowo inwestowaniem powierzonych im środków finansowych oraz osób zawodowo zajmujących się doradztwem inwestycyjnym.

Pierwsze badanie dotyczące uwzględniania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych zostało zrealizowane przez firmę Fieldstat sp. z o.o. w formie badania CAWI przeprowadzonego w dniach 15.03 – 29.03.2023. W badaniu wzięło udział 204 inwestorów indywidualnych. Wśród nich 110 respondentów stanowili mężczyźni a 94 kobiety. Dobór grupy miał charakter celowy, a osoba zakwalifikowana do badania musiała być osobą fizyczną, inwestującą własne (prywatne) środki w celu osiągnięcia zysku.

Drugie badanie dotyczące uwzględniania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów profesjonalnych także zostało zrealizowane przez firmę Fieldstat sp. z o.o. w formie badania CAWI. Przeprowadzone zostało ono w dniach 07.04-21.04.2023 na próbie 150 inwestorów profesjonalnych. Wśród nich 81 respondentów stanowili mężczyźni a 69 kobiety. Dobór grupy miał charakter celowy, a osoba



zakwalifikowana do badania musiała być osobą zajmującą się zawodowo zarządzaniem powierzonymi jej środkami finansowymi lub świadczyć usługi doradztwa finansowego.

W obydwu badaniach zastosowano ten sam kwestionariusz składający się z 49 pytań, które pogrupowane zostały w 12 obszarów. Zgodnie z zasadami sztuki kwestionariusz został najpierw poddany ocenie trzech niezależnych pracowników naukowych, których uwagi zostały uwzględnione w ostatecznej wersji narzędzia badawczego, a następnie zostało przeprowadzone badanie pilotażowe na próbie 38 absolwentów kierunków ekonomicznych (ekonomia oraz finanse i rachunkowość). Wnioski płynące z badania pilotażowego pozwoliły na ostateczne zweryfikowanie kwestionariusza ankietowego. Uzyskane wyniki zostały poddane analizie z wykorzystaniem programu IBM SPSS Statistics 29 oraz MS Excel.

Należy docenić bardzo krótki (dwutygodniowy dla każdego badania) czas wypełniania ankiet, dzięki któremu zebrane odpowiedzi były porównywalne. Popieram także zlecenie przez Doktoranta przeprowadzenia ankiety firmie Fieldstat sp. z o.o. mającej doświadczenie w tego typu wywiadach co pozwoliło na wyeliminowanie wątpliwości dotyczących zachowania bezstronności i rzetelności otrzymanych wyników badania.

Odpowiedzi uzyskane w każdym z badań zostały poddane przez Doktoranta pogłębionej analizie, w której zwrócił on szczególną uwagę na (w podziale na inwestorów indywidualnych i profesjonalnych):

- poziom wiedzy finansowej badanych inwestorów w zakresie czynników ESG oraz ich postawę wobec ryzyka,
- postawę inwestorów wobec środowiska naturalnego,
- wiedzę i zaufanie inwestorów do zmian wynikających z Europejskiego Zielonego Ładu,
- intencję wykorzystywania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych.

Dodatkowo w rozdziale 5 została dokonana analiza różnic pomiędzy wynikami otrzymanymi w ramach obydwu badań (5.4), aczkolwiek w ostatnim podrozdziale podsumowującym wyniki badań własnych przydałoby się kilka zdań komentarza, jak wyniki te wyglądają na tle rezultatów badań obcych przytaczanych w rozdziale 3.

Dobór prób, zawartość kwestionariusza ankiety, przeprowadzenia badania oraz opracowanie jego wyników nie budzą zastrzeżeń.



Pozytywnie oceniam **Zakończenie**, w którym Doktorant odniósł się do postawionych we wstępie pracy hipotez i celów oraz przedstawił wnioski z badań własnych. Zgodzić się przy tym należy z Autorem, iż ze względu na zróżnicowaną charakterystykę społeczeństw wchodzących w skład Unii Europejskiej, podobne badania należałoby w przyszłości zrealizować w innych krajach Wspólnoty. Czynniki społeczno-kulturowe, jak również uwarunkowania lokalnego rynku finansowego mogą bowiem istotnie wpływać na znaczenie, jakie inwestor (zarówno indywidualnych jak i profesjonalny) przywiązuje do aspektów ESG i konsekwencji ich wpływu na podejmowane decyzje inwestycyjne.

Wziąwszy powyższe pod uwagę mogę stwierdzić, iż Doktorant zrealizował główny cel rozprawy oraz rozwiązał postawiony problem badawczy.

4. Ocena doboru źródeł i ich wykorzystania

Praca powstała na podstawie polskojęzycznych i anglojęzycznych publikacji zwartych oraz artykułów naukowych. Dodatkowo Autor korzystał z unijnych aktów prawnych, publikacji Głównego Urzędu Statystycznego oraz zasobów Internetu. Sposób doboru i zastosowania źródeł uznaję za właściwy.

5. Ocena formalna

Strona formalna pracy, jak też język nie budzą większych zastrzeżeń. Autor formułuje poszczególne zdania w sposób jasny i przejrzysty. Wszystkie tabele, wykresy i schematy są czytelne i właściwie opisane. Pomijam jako nieistotne usterki stylistyczne i literówki.

6. Wnioski końcowe

Mgr Maciej Chodziński w recenzowanej dysertacji wykazał bardzo dobrą znajomość problematyki społecznie odpowiedzialnego inwestowania, jak też w odpowiedni sposób posłużył się metodami badawczymi pozwalającymi ocenić zakres stosowania kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów na polskim rynku finansowym.

Recenzowana praca stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego i prezentuje ogólną wiedzę teoretyczną Doktoranta w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej.



Reasumując mogę stwierdzić, iż rozprawa doktorska pt. „Kryteria ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów na polskim rynku finansowym” przygotowana przez Pana Macieja Chodzińskiego spełnia wymogi określone w stosownych przepisach prawa i stawiam wniosek o dopuszczenie jej do publicznej obrony.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Jan Kalesinski', is positioned to the right of the main text block.