

Prof. zw. dr hab. Marian Żukowski  
Instytut Ekonomii i Zarządzania  
Katolicki Uniwersytet Lubelski

## Recenzja

Przedmiotem recenzji jest rozprawa doktorska mgr Justyny Kłobukowskiej, pod tytułem: „**Spolecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku kapitałowym w Polsce**”. Dysertacja zlokalizowana jest tematycznie w dziedzinie nauk ekonomicznych, w dyscyplinie finanse, przygotowana w Uniwersytecie Mikołaja Kopernika w Toruniu na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania. Promotorem pracy jest prof. zw. dr hab. Leszek Dziawgo a promotorem pomocniczym dr Dorota Krupa.

Dysertacja jest opracowaniem liczącym 298 (354) stron. Zawiera wstęp, pięć rozdziałów merytorycznych, Zakończenie, Bibliografię, Spis schematów, Spis tabel, Spis wykresów i dwa załączniki; 1. Kwestionariusz ankietowy , 2. Kwestionariusz delficki.

### Struktura rozprawy doktorskiej

We wstępie autorka uzasadnia znaczenie podjęcie tematu, przedstawia przedmiot rozprawy, cele pracy, hipotezy i metody badawcze oraz prezentuje strukturę pracy. Rozprawa jest realizacją sformułowanych celów teoretycznych (poznawczych): celu głównego i celów szczegółowych, weryfikacji przyjętych hipotez badawczych jak i zaplanowanych badań empirycznych. Dla potrzeb badawczych sformułowano autorską definicję społecznie odpowiedzialnego inwestowania, która wyraża rozumienie tego pojęcia w przedstawianej rozprawie. Jest to ważne ponieważ pozwala utrzymać dyscyplinę sformułowań naukowych.

Ze względu na specyfikę analizowanego tematu, realizacja postawionych celów empirycznych opierała się na wykorzystaniu zdefiniowanych metod badawczych: metody ankiety internetowej z wykorzystaniem techniki CSAQ (Computerised Self-Administered Questionnaire) oraz metody delfickiej, według której przeprowadzono badanie eksperckie, przy wykorzystaniu kwestionariusza delfickiego drogą internetową<sup>1</sup>. Zaletą przedłożonej dysertacji jest racjonalne skomponowanie jej z dwu części: teoretycznej i autorskich badań empirycznych. Pochwalić Autorkę należy za zamieszczenie schematu badań co znakomicie ułatwia odczytanie intencji badacza.

<sup>1</sup> W dalszej części opinii, recenzent wróci do oceny tej metody.

Pierwsza część dysertacji jest poświęcona aspektom teoretycznym, które stanowią punkt wyjścia do kontynuowania rozważań na temat znaczenia czynników społecznych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych o charakterze biznesowym. Rozdział ten wskazuje na wagę i integralność koncepcji etyki biznesu, społecznej odpowiedzialności biznesu oraz zrównoważonego rozwoju w rozważaniach ekonomicznych w dziedzinie nauki o finansach.

Kolejny fragment systematyzuje zagadnienia społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Przedstawiono rys historyczny, opisano zasady inwestowania oraz zaprezentowano i oceniono regulacje społecznie odpowiedzialnych strategii inwestycyjnych. Zamieszczono tu również rozważania terminologiczne, na podstawie których sformułowana została autorska definicja społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Autorka analizuje procesy na poszczególnych międzynarodowych rynkach kapitałowych. Obok analizy porównawczej osiągnięć w funkcjonowaniu tego kierunku inwestycyjnego na różnych rynkach, prezentuje międzynarodowe inicjatywy podejmowane na rzecz jego upowszechnienia. Przedstawia wiodące instytucje finansowe oferując ekologiczne produkty finansowe, pokazuje wartościową charakterystykę poszczególnych rynków. Podkreśla znaczenie giełd papierów wartościowych i ich rolę w popularyzacji społecznej odpowiedzialności biznesu (Corporate Social Responsibility – CSR) oraz społecznie odpowiedzialnego inwestowania (Socially Responsible Investment – SRI). Zaprezentowano klasyfikację społecznie odpowiedzialnych funduszy inwestycyjnych.

W następnej części omawia społecznie odpowiedzialne inwestowanie na międzynarodowym rynku finansowym. Przedstawia globalne inicjatywy i międzynarodowe organizacje finansowe działające na rzecz takiego inwestowania. Pokazuje możliwości jakie generuje inwestowanie na podstawowych międzynarodowych rynkach finansowych. Jest to szczególnie ważne, gdyż w ujęciu dynamicznym można zauważyć tendencje jakie zachodzą na rynku w USA (wyk. 3.7), Kanadzie (wyk. 3.14) czy na innych rynkach światowych (Europa, Azja, Nowa Zelandia).

Czwarty rozdział został poświęcony analizie rozwoju procesów społecznie odpowiedzialnego inwestowania na polskim rynku kapitałowym. Autorka uznaje, że podstawą społecznej odpowiedzialności rynku kapitałowego jest społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw w Polsce. Wartościowy jest katalog zdarzeń stanowiących historię społecznej odpowiedzialności biznesu w Polsce w XXI wieku. Docenić należy, że pokazano

instytucje i wydarzenia które wniosły istotny wkład do gospodarki, polityki i sfery społecznej. Polska wstępując w 2004 do UE stała się beneficjentem rozwiązań unijnych i międzynarodowej współpracy a także wniosła swój wkład do współczesnych rozwiązań w obszarze CSR i RSI. Działania podejmowane przez przedsiębiorstwa z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu stworzyły rynek społecznie odpowiedzialnego inwestowania w Polsce. Procesy te zwiększają się i są obecne w różnych obszarach życia społecznego. Powodują korzyści ekonomiczne występujące w zestawieniu z różnymi zmianami dla społeczeństwa i obywateli, szczególnie w dłuższym horyzoncie czasowym. Wzrost popularności strategii SRI na polskim i zagranicznych rynkach ma różne uwarunkowania, ale świadczy o celowości podejmowanych działań. Oczywiście nie zawsze i bezpośrednio, niezwłocznie inwestycje na tym rynku niosą korzyści finansowe, jednak tendencja jest czytelna i stabilna – rynek społecznie odpowiedzialnego inwestowania jest perspektywiczną formą inwestowania. W tej części dysertacji zaprezentowano wyniki badań nad społecznie odpowiedzialnym inwestowaniem w Polsce w kontekście badań wtórnych prowadzonych w latach 2009-2016. Pokazano inicjatywy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w procesie wdrażania zasad CSR na polskim rynku kapitałowym. Jest to o tyle istotne, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jako pierwsza giełda w Europie Środkowo-Wschodniej wprowadziła notowania indeksu spółek społecznie odpowiedzialnych (notowania indeksu RESPECT rozpoczęły się w 2009 r.).

W ostatniej części pracy przedstawiono metodykę i koncepcję badań na temat „Stan i perspektywy rozwoju społecznie odpowiedzialnego inwestowania na rynku kapitałowym w Polsce” oraz zaprezentowano wyniki badań własnych na temat stanu i perspektyw rozwoju rynku społecznie odpowiedzialnego inwestowania w Polsce. Opisano także czynniki stymulujące i destymulujące rozwój społecznie odpowiedzialnego inwestowania na rynku kapitałowym w Polsce oraz zaprezentowano wyniki wykonanego badania.

Pracę wieńczy zakończenie, w którym odniesiono się do realizacji celu głównego i celów szczegółowych oraz oceniono wyniki jakie można sformułować w rezultacie weryfikacji przyjętych hipotez. Zaprezentowano główne wnioski poznawcze i aplikacyjne, będące rezultatem przeprowadzonych w dysertacji badań nad społecznie odpowiedzialnym inwestowaniem na rynku kapitałowym w Polsce oraz sformułowano perspektywy jego rozwoju przez pryzmat czynników rozwojowych i istniejących barier. Wnioski mogą wskazywać dalsze kierunki badań w zakresie społecznie odpowiedzialnego inwestowania, mogą też być wykorzystane przez praktyków. Należy pochwalić Autorkę za rzetelne i

merytorycznie treściwe, adekwatne do prowadzonych badań i osiągniętych wyników zakończenie dysertacji.

Autorka wykorzystwała w procesie badawczym 292 pozycji piśmienniczych (polskich i zagranicznych) składających się z 118 pozycji książkowych oraz z 174 artykułów naukowych. Swoje rozważania oparła na 70 opracowaniach i raportach oraz korzystała z 91 stron internetowych.

### **Merytoryczna ocena dysertacji**

Układ pracy jest logiczny, adekwatny do postawionego celu pracy i przyjętych założeń metodologicznych. Na uwagę i pozytywną ocenę zasługuje przedstawiony we wstępie schemat koncepcji rozprawy doktorskiej, który przedstawia czytelnie (obrazowo) w jaki sposób zostanie zrealizowany cel pracy. Mocną stroną pracy są przeprowadzone autorskie badania ankietowe pośród spółek notowanych na GPW w Polsce jak i badania delfickie, które pozwalają na przedstawienie perspektyw rozwoju społecznie odpowiedzialnego inwestowania w Polsce oraz weryfikację hipotez badawczych.

Jak sformułowano we wstępie dysertacji, *celem głównym pracy jest identyfikacja czynników stymulujących i destymulujących rozwój społecznie odpowiedzialnego inwestowania na rynku kapitałowym w Polsce*. Można uznać, że cel ten został osiągnięty, w szczególności w oparciu o uzyskane wyniki w autorskim badaniu ankietowym przeprowadzonym w grupie ekspertów z obszaru rynku kapitałowego w Polsce.

Autorka sformułowała w dysertacji *trzy hipotezy* badawcze. Hipoteza pierwsza: *Głównym czynnikiem wpływającym na wzrost popytu ze strony inwestorów na społecznie odpowiedzialne produkty inwestycyjne w Polsce jest wyższa stopa zwrotu niż z tradycyjnych produktów inwestycyjnych*. Formuła tej hipotezy **wydaje się być słuszną** w odniesieniu do akcji i innych tego rodzaju instrumentów udziałowych. Dlatego, że w ich przypadku wyższy popyt na te instrumenty powinien korespondować z wyższą stopą zwrotu na inwestycji. Nieco inaczej – jak się wydaje - wygląda sytuacja w odniesieniu do obligacji i innych dłużnych instrumentów finansowych. W tym przypadku wzrost popytu na te instrumenty prowadzi do wzrostu cen. Wzrost cen z kolei obniża rentowność inwestycji w relacji do oferowanego przez emitenta strumienia przepływów pieniężnych. Problem jednak jest godny dalszych pogłębionych badań naukowych.

Pewne propozycje można zgłosić do metod weryfikacji tej hipotezy przez Autorkę. Powołuje się ona na wyniki własnych porównań stóp zwrotu z indeksu RESPECT z podstawowymi indeksami na GPW (s. 228-229), przywołuje wyniki analogicznych badań przeprowadzonych przez innych autorów badających polski rynek kapitałowy (s. 229-235) oraz wyniki ankiet przeprowadzonych wśród ekspertów polskiego rynku kapitałowego (s. 271). Wnioski te wydają się być słuszne w odniesieniu do inwestycji w instrumenty udziałowe. Jeżeli chodzi o instrumenty dłużne, czy pochodne, to trudniej jest w pracy znaleźć dowody wskazujące na możliwość pozytywnego zweryfikowania postawionej hipotezy. Przedstawione dowody empiryczne odnoszą się wyłącznie do polskiego rynku kapitałowego (nawet ww. pytanie ankietowe jest skonstruowane precyzyjnie pod kątem rynku polskiego). Dyskutować można natomiast nad uznaniem przez Autorkę hipotezy (w przywołanym powyżej brzmieniu) za zweryfikowaną pozytywnie, szczególnie w sytuacji gdy przytacza wyniki badań oraz dowody empiryczne, które zastanawiają. Dane pochodzące z innych rynków kapitałowych bardziej rozwiniętych niż polski, (np. wykres 3.18 na s. 176) pokazują, że portfel spółek społecznie odpowiedzialnych w USA - Dow Jones Sustainability Index osiągnął w okresie 30.08.1999 r. do 01.12.2015 r. różne, w tym niższe stopy zwrotu niż szeroki portfel rynkowy Dow Jones Industrial Average).

Hipoteza druga „*Dominującym obszarem społecznie odpowiedzialnego inwestowania na polskim rynku kapitałowym jest ochrona środowiska naturalnego*”. Przeprowadzone przez Autorkę badania ankietowe pozwoliły Jej na odrzucenie powyższej hipotezy. Należy to uznać za uzasadnione.

Hipoteza trzecia „*Wdrażanie zasad społecznej odpowiedzialności biznesu wpływa na wzrost zainteresowania inwestorów spółkami giełdowymi w Polsce*”. Dla weryfikacji tej hipotezy Autorka wykorzystwała wyniki badań ankietowych. Zdaniem Autorki za pozytywną weryfikacją użytego założenia przemawiają wnioski płynące z analizy wyników przeprowadzonych badań ankietowych wśród spółek notowanych na GPW. Należy jednak zwrócić uwagę, że uzyskane przez Autorkę wyniki świadczą przede wszystkim o wzroście zainteresowania inwestorów zagranicznych (dotyczy to 67% badanych spółek). W odniesieniu do inwestorów instytucjonalnych tylko połowa badanych spółek stwierdziła występowanie badanej zależności, zaś w odniesieniu do inwestorów indywidualnych było to już tylko 33%. Na podstawie powyższych wyników można przyjąć, że hipoteza została zweryfikowana pozytywnie, jednak z pewnym marginesem elastyczności. Przyjęta dla potrzeb pracy konstrukcja metodologii badania empirycznego umożliwia jedynie pośrednią

weryfikację hipotezy na podstawie zmian akcjonariatu badanych spółek, a nie faktycznego nastawienia inwestorów, bowiem Autorka nie prowadziła badań wśród tej ostatniej grupy.

**Autorce udało się w dużym stopniu zrealizować postawione cele szczegółowe.** Odnosi się to do wartości teoretycznej i badań empirycznych, poprzez określenie teoretycznych podstaw oraz znaczenia etyki biznesu i zrównoważonego rozwoju a także roli czynników pozaekonomicznych w tworzeniu zrównoważonego rynku finansowego, zdefiniowanie pojęcia zrównoważonego rynku finansowego i przegląd terminologii związanej ze społecznie odpowiedzialnym inwestowaniem oraz sformułowanie autorskiej definicji tego pojęcia, identyfikację oraz systematyzację dorobku teoretycznego na temat społecznie odpowiedzialnego inwestowania na rynku kapitałowym. Rozpoznano, wyodrębniono i sklasyfikowano czynniki stymulujące rozwój społecznie odpowiedzialnego inwestowania na rynku kapitałowym w Polsce oraz bariery ograniczających ten rozwój. Dokonano uporządkowania faktów na temat rozwoju społecznie odpowiedzialnego inwestowania na międzynarodowym rynku finansowym, przeprowadzono analizę oferty społecznie odpowiedzialnych produktów inwestycyjnych na rynku kapitałowym w Polsce. Wartością dodaną jest charakterystyka zawartości RESPECT Index i prezentacja jego znaczenia dla rozwoju społecznie odpowiedzialnego inwestowania na rynku kapitałowym w Polsce. Określono perspektywy rozwoju społecznie odpowiedzialnego inwestowania na rynku kapitałowym w Polsce w najbliższych latach, stworzono mapy stymulant i destymulant SRI na rynku kapitałowym w Polsce z uwzględnieniem społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw.

Można jednak podyskutować z Autorką nad przyczyną i skutkami kryzysu na rynku kredytów sub-prime w USA. Autorka stwierdza, s. 64: „Odplyw spekulacyjnego kapitału i załamanie się cen na rynku nieruchomości doprowadziły do zaprzestania spłacania rat przez gospodarstwa domowe będące kredytobiorcami.” Wydaje się to dyskusyjne, gdyż wpływ procesów przyływ/odpływ kapitału spekulacyjnego na zdolność kredytobiorców do spłaty kredytów wydaje się ograniczony (wykluczam oczywiście założenie że jedyną metodą obsługi dotychczasowego zadłużenia jest zaciąganie kolejnych długów pod zabezpieczenie na nieruchomościach). W takim przypadku rzeczywiście spadek rynkowej wartości nieruchomości mógłby spowodować zaprzestanie obsługi rat przez gospodarstwa domowe. Druga możliwość to sytuacja, w której gospodarstwa domowe zaprzestają spłaty kredytów w sytuacji, w której wartość nieruchomości spada poniżej wartości kredytu. Wydaje się, że logikę zależności które miały miejsce w USA należałoby jednak odwrócić. To podniesienie

stóp procentowych przez Fed wywołało zmniejszenie popytu na kredyty hipoteczne i trudności w obsłudze zadłużenia, co z kolei przełożyło się na utratę wartości portfeli kredytów i powiązanych z nimi instrumentów finansowych, a następnie spadek cen nieruchomości i odpływ kapitału spekulacyjnego z tego segmentu rynku. Wskazując na mocne strony pracy, można zatrzymać się nad metodą badawczą. Autorka prowadziła badania nie tylko wśród przedstawicieli spółek, ale podjęła także wysiłki, aby poznać opinie ekspertów. Wydaje się jednak, że zabrakło tutaj odpowiednio krytycznej refleksji nad sposobem realizacji badań. Autorka pisze, że wykorzystwała metodę delficką. Pewne wątpliwości budzi nazywanie przez Autorkę ankiety przeprowadzonej wśród ekspertów rynku kapitałowego ankietą metodą delficką. Te wątpliwości biorą się stąd, że zdecydowana większość sformułowanych w kwestionariuszu przedmiotowej ankiety pytań miała charakter zamknięty, polegający na wyborze lub hierarchizacji wskazanych kategorii. Tymczasem istota metody delfickiej polega na wykorzystaniu swobodnych wypowiedzi ankietowanych, wieloetapowości i dochodzeniu do uzyskania zadowalającej zbieżności opinii jej uczestników. Autorka skorzystała z metody delfickiej, aczkolwiek pewne jej możliwości nie do końca zostały wykorzystane. Opisując metodę wskazuje, że uczestnicy podczas dyskusji przedstawiają swoje idee i oceny (s. 261). Z opisu dalszej procedury dowiadujemy się, że po zaprojektowaniu badania (przez trzy osoby) nie było dyskusji, a eksperci udzielali odpowiedzi na pytania ankiety, które w zdecydowanej większości miały charakter zamknięty (Załącznik 2). Rezygnując z bezpośredniego kontaktu (rozmowy z ekspertami) autorka nie uzyskała prawdopodobnie odpowiednio cennych informacji, które mogłyby bardziej podnieść wartość poznawczą tej pracy. Uwagę tą można traktować jako sugestię do ewentualnego wykorzystania w dalszej pracy naukowej.

## **Wnioski**

Struktura pracy, którą wyraża spis treści, jest logiczna i prowadzi od rozważań teoretycznych przez badania empiryczne do analizy perspektyw rozwoju badanego zagadnienia na polskim rynku kapitałowym. Jej dwa człony – teoretyczny i empiryczny są czytelne i rzetelnie przygotowane. Praca napisana jest bardzo starannie pod względem językowym. Mocną stroną dysertacji jest bogata, dobrze dobrana literatura przedmiotu. Wykorzystano właściwe metody badawcze. Docenić należy aktualność podjętego tematu, którego znaczenie będzie rosło. Autorka swoją dysertacją wnosi znaczący wkład do katalogu ważnych i nabierających znaczenia tematów badań naukowych w dziedzinie nauk ekonomicznych.

## **Konkluzja**

Przedłożona do oceny dysertacja doktorska mgr Justyny Kłobukowskiej, pod tytułem: „Społecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku kapitałowym w Polsce” jest pracą naukową. Stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego. Potwierdza ogólną wiedzę teoretyczną kandydata w dziedzinie nauk ekonomicznych (dyscyplina finanse) oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Spełnia wszystkie wymagania dla rozpraw doktorskich i może być dopuszczona do publicznej obrony.

Biorąc pod uwagę wartość naukową i praktyczną dysertacji, wnioskuje o nagrodzenie pracy doktorskiej w przyjętej zwyczajowo formie.

Lublin, 11 lutego 2018 r.

*Marian Żukowski*

