

Jelenia Góra, 19 sierpnia 2024 r.

dr hab. Jacek Adamek prof. UEW
Katedra Finansów i Rachunkowości
Wydział Ekonomii i Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Recenzja rozprawy doktorskiej mgr. Macieja Chodzińskiego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse pt. *Kryteria ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów na polskim rynku finansowym*, przygotowanej pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Leszka Dziawgo oraz dr. Dariusza Piotrowskiego

Niniejsza recenzja składa się z siedmiu części:

- 1) Podstawa formalno-prawna opracowania recenzji;
- 2) Uwagi ogólne
- 3) Dobór problematyki badawczej i tematu rozprawy;
- 4) Cele dysertacji i jej hipotezy i metody badawcze;
- 5) Struktura, układ i treść rozprawy;
- 6) Strona formalna pracy;
- 7) Konkluzja końcowa.

1. Podstawa formalno-prawna opracowania recenzji

Podstawą opracowania poniższej recenzji rozprawy doktorskiej jest pismo prof. dr hab. Magdaleny Osińskiej, Przewodniczącej Rady Dyscypliny Naukowej Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu z dnia 01lipca 2024 r. w sprawie sporządzenia recenzji rozprawy doktorskiej pt. *Kryteria ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów na polskim rynku finansowym*, autorstwa mgr. Macieja Chodzińskiego.

Treść recenzji przygotowano na podstawie otrzymanego maszynopisu dysertacji, zgodnie z warunkami ujętymi w ustawie z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce.



2. Uwagi ogólne

Recenzowana rozprawa doktorska obejmuje 252 strony tekstu, składającego się ze: wstępu, pięciu rozdziałów, zakończenia, stosownych spisów oraz załącznika, obejmującego wzór ankiety skierowanej do dwóch grup inwestorów. W dysertacji zamieszczono 52 tabele, 65 wykresów i 22 schematy. W bibliografii opracowania wykorzystano: 178 pozycji literaturowych (z czego zdecydowana większość tj. 139 to pozycje obcojęzyczne), 12 aktów prawnych i 27 źródeł internetowych.

3. Dobór problematyki badawczej i tematu rozprawy

Niekończące się potrzeby kapitałowe przedsiębiorców wyrażane rosnącym zapotrzebowaniem na niezbędny do prowadzenia i rozwoju działalności gospodarczej kapitał z jednej strony, z drugiej, negatywne zmiany środowiskowe będące m.in. konsekwencją oddziaływania aktywności gospodarczej prowadzonej przez człowieka na jego środowisko naturalne oraz z trzeciej, koncepcja społecznie odpowiedzialnego inwestowania wypływająca z idei zrównoważonego rozwoju, to granice wyznaczające przestrzeń problematyki recenzowanej dysertacji. Choć w treści jej wstępu nie ma miejsca, w którym pojawia się pojęcie „problem badawczy”, to jednak za takowy należy przyjąć (s. 7) zagadnienie ujęcia kryteriów ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów działających na krajowym rynku finansowym, rozpatrywanych zarówno w perspektywie historycznej jak i perspektywie przyszłych decyzji inwestycyjnych.

Problematykę badawczą recenzowanej uznaję za bieżącą i ważną dla teorii i praktyki działania rynków finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem aktywności inwestycyjnej oraz uwarunkowań decyzji inwestycyjnych podejmowanych w zmieniającym się środowisku determinowanym m.in. koncepcją odpowiedzialnego inwestowania, uwzględniającą czynniki ESG. W opinii Recenzenta, należy zgodzić się ze słowami Autora, że „... z uwagi na relatywnie niewielką liczbę badań odnoszących się do zakresu decyzji inwestorów na polskim rynku finansowym w kontekście społecznej odpowiedzialności oraz zmiany w udostępnianych informacjach ESG pojawia się potrzeba naukowej analizy wykorzystania kryteriów ESG (...) w podejmowanych decyzjach inwestycyjnych oraz deklaracji ich uwzględniania w przyszłości”. Fragment ten można także traktować jako poprawne i obiektywne uzasadnienie wyboru tematyki recenzowanej dysertacji.



4. Cele dysertacji i jej hipotezy i metody badawcze

Za główny cel rozprawy przyjęto „... analizę uwzględniania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych i inwestorów profesjonalnych na polskim rynku finansowym.” W zamierzeniu Autora realizację celu głównego wspiera osiągnięcie pięciu celów cząstkowych, przyjmujących postać:

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

Zdaniem Recenzenta przyjęte cele szczegółowe w sposób logiczny wypływają z celu głównego dysertacji, dając podstawę do identyfikacji i wyznaczenia jej przestrzeni badawczej, zarówno w warstwie teoretycznej jak i empirycznej.

Jedyna uwaga dotycząca tego elementu rozprawy dotyczy kwestii użycia pojęcia „analiza”, zarówno w określeniu treści celu głównego jak i wybranych celów cząstkowych. W opinii Recenzenta analiza (bez względu na jej przedmiot i podmiot) jest narzędziem, dzięki któremu realizujemy określony cel i sama w sobie nie może go stanowić. Fakt ten zostaje potwierdzony przez samego Autora, który w zbiorze metod i narzędzi badawczych wykorzystanych w rozprawie wyodrębnił m.in. analizę literatury tematu, analizę aktów prawnych czy też analizę danych zastanych.

Konsekwencją sformułowanego celu głównego dysertacji jest artykulacja i przyjęcie dwóch hipotez badawczych o treści:

- H1: Kryteria ESG są wykorzystywane przez inwestorów indywidualnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych oraz
- H2: Kryteria ESG są wykorzystywane przez inwestorów profesjonalnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.



Zdaniem Recenzenta hipotezy badawcze zostały sformułowane w sposób poprawny, a ich treść wypływa z krytycznej analizy literatury tematu i zidentyfikowanego problemu badawczego dysertacji.

Osiągnięcie wyznaczonych celów badawczych (celu głównego i celów szczegółowych) oraz weryfikacja przyjętych hipotez oparta została na właściwie dobranym oraz wykorzystanym katalogu metod badawczych, obejmujących: krytyczną analizę literatury tematu, analizę stosownych aktów prawnych, metodę ankietową (badanie CAWI), metodę opisową, porównawczą i metodę analizy danych zastanych.

W części teoretycznej (rozdział I-II) Autor poprawnie wykorzystuje głównie analizę i opis dostępnej literatury tematu wraz ze stosownym katalogiem aktów prawnych. Na potrzeby części empirycznej (rozdział III – V) wykorzystano badania wtórne (rozdział III) oraz badania pierwotne (rozdział IV i V) oparte na autorskim kwestionariuszu ankietowym. Analizę pozyskanego materiału statystycznego wraz z jego wizualizacją wsparto wykorzystaniem programów SPSS Statistics i MS Excel.

Autorski dobór wykorzystanych metod i narzędzi badawczych uznaję za trafny i adekwatny do charakteru i treści zidentyfikowanego problemu badawczego oraz przyjętych celów i hipotez badawczych.

Ostatecznie treść i zakres sformułowanych celów dysertacji, weryfikowane w jej treści hipotezy badawcze wraz z wykorzystanym do tego działania aparatem narzędziowym uprawniają do stwierdzenia wskazującego na spełnienie przez ocenianą dysertację i jej Autora warunku umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej oraz oryginalności rozwiązania problemu naukowego. Przeprowadzone przez Doktoranta postępowanie badawcze umożliwiło osiągnięcie wyznaczonych celów oraz weryfikację postawionych hipotez badawczych.

5. Struktura, układ i treść dysertacji

Struktura recenzowanej pracy jest podporządkowana przyjętym założeniom badawczym. Jest ona także właściwa pod względem metodycznym i poznawczym, dając, w opinii Recenzenta, podstawę do prowadzenia logicznego wywodu, prezentującego wyniki prowadzonych badań nad teorią i praktyką analizowanych zachowań inwestorów. Tytuły poszczególnych części dysertacji są adekwatne do ich treści (choć pewną wątpliwość budzić może użycie w tytule punktu 2.4 anglojęzycznej nazwy regulacji prawnej). Objętość rozdziałów pracy uznaję za prawidłową z punktu widzenia ich zawartości i wagi dla osiągnięcia



wyznaczonych celów opracowania. Treść rozprawy jest zgodna z jej tytułem, poprawnie uwzględniając jej cele.

Wstęp do dysertacji ma charakter wprowadzający. Autor w jego treści zawarł wszystkie wymagane elementy formalne, identyfikując: a/ogólne tło problematyki włączenia kryteriów ESG w decyzje inwestycyjne inwestorów indywidualnych i profesjonalnych, b/problem badawczy, c/cel główny i cele szczegółowe dysertacji, d/jej hipotezy, e/wykorzystane metody badawcze wraz z charakterystyką metodyki i zakresu zrealizowanych badań empirycznych oraz f/charakterystykę treści jej rozdziałów. Konstrukcję i zakres informacji zawartych we wstępie uznaję za właściwy.

Rozdział I pt. *Spolecznie odpowiedzialne inwestowanie* jest miejscem, w którym czytelnik ma możliwość zapoznania się z podstawowymi kwestiami dotyczącymi istoty zagadnienia będącego osią prowadzonych w pracy rozważań, łączonego ze społecznie odpowiedzialnym inwestowaniem (SRI). W jego treści odnajdujemy autorskie rozważania dotyczące: historii SRI, jego relacji z koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu czy też towarzyszących tej aktywności uwarunkowań decyzji inwestycyjnych, wykorzystujących klasyczne kryteria finansowe oraz przesłanki uwzględniające kryteria ESG. Rozdział ten ma charakter porządkujący, a jego treść wprowadza czytelnika w problematykę SRI.

Uwagi krytyczne dotyczące tej części dysertacji odnoszą się do dwóch kwestii. Pierwszą z nich jest treść punktu 1.2. pt. *Spolecznie odpowiedzialne inwestowanie a społeczna odpowiedzialność biznesu* identyfikująca: a/istotę koncepcji CSR i SRI, b/ich wzajemne relacje i c/ich ujęcie definicyjne. Zdaniem Recenzenta w tym fragmencie dysertacji zabrakło odpowiedzi na pytanie, która z perspektyw definicyjnych identyfikujących istotę SRI jest Autorowi najbliższa. Pewnym rozszerzeniem, uzupełnieniem i wartością dodaną płynącą z tej części pracy stałby się także próba stworzenia autorskiej definicji SRI.

Kolejna, druga uwaga odnosi się do konstrukcji i treści punktu 1.3.3.3. pt. *Czynniki oddziałujące na decyzje inwestycyjne uwzględniające kwestie społecznej odpowiedzialności*, a szczególnie tekstu zawartego na stronie 44 i 45. Po pierwsze, Autor dwa razy powołuje tu schemat 1.6. (s.43 i 44), który faktycznie jest schematem 1.5. Po drugie wskazując, że „... w skład otoczenia wchodzi takie elementy jak lokalna kultura, charakterystyka rynku, lokalne ustawodawstwo oraz regulacje międzynarodowe.” po rozwinięciu i opisie tych elementów dołącza do tego opisu (nie wiadomo dlaczego) „organizację” oraz „reputację”. Konstrukcja tej części punktu 1.3.3.3. budzi także duże wątpliwości dotyczące poprawności logicznej prowadzonych wywodów, techniki wprowadzania i treści tzw. „wyliczanek” oraz związków przyczynowo-skutkowych kolejnych fragmentów ocenianego tekstu.

Rozdział II pt. *Europejski Zielony Ład jako priorytetowa strategia rozwoju Unii Europejskiej* to ważna, poprawnie od strony merytorycznej opracowana część dysertacji, poświęcona m.in. problematyce ekonomicznych aspektów zmian klimatycznych oraz ponadnarodowych działań podejmowanych na rzecz środowiska naturalnego, ze szczególnym uwzględnieniem aktywności europejskiej, a w niej przyjmującej postać Europejskiego Zielonego Ładu (EZŁ). W tym fragmencie recenzowanej pracy doktorskiej swoje odzwierciedlenie znalazły także zagadnienia dotyczące zmian i wytycznych kształtujących ujawnienia oraz prezentację danych o charakterze środowiskowym i etycznym przez podmioty oferujące inwestorom produkty finansowe wprowadzane w ramach realizacji założeń EZŁ. Rozważania prowadzone w tym rozdziale nie budzą zastrzeżeń.

Rozdział III, IV i V to rozdziały o charakterze empirycznym, w których treści odnajdujemy prezentację i analizę wyników badań (wtórnych i pierwotnych) dotyczących zagadnień ESG wśród uczestników rynku finansowego. W mojej ocenie stanowią one istotną część dysertacji, tworząc jej wartość dodaną.

I tak, rozdział III pt. *Wyniki badań dotyczących wykorzystania kryteriów ESG na polskim rynku finansowym* jest miejscem udanej prezentacji, analizy i interpretacji wyników badań przeprowadzonych przez podmioty badawcze (EY, PWC, CBOS) oraz indywidualnych badaczy lub ich zespoły, które dotyczyły postaw międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych wobec problematyki ESG oraz podejścia do tych zagadnień reprezentantów krajowego sektora bankowego. W części tej odnajdujemy także charakterystykę statystyczną postaw środowiskowych polskiego społeczeństwa, jak również dane statystyczne skupione na ocenie aspektów ESG przez krajowych inwestorów indywidualnych. Treść tego rozdziału wykorzystuje bogaty, poprawnie przygotowany zbiór elementów graficznych (tabele, wykresy, schematy), ułatwiający percepcję zawartych w nim informacji, choć np. w punkcie 3.3. pt. *Postawy środowiskowe polskiego społeczeństwa* dostrzec można miejscami niejednoznaczność w określeniu podmiotów badawczych (społeczeństwo, konsumenci indywidualni, inwestorzy indywidualni - zob. s. 112, 115).

Rozdział IV i V to, w ocenie Recenzenta, najważniejsze elementy tego opracowania, ujmujące wyniki autorskich badań nad zachowaniami inwestycyjnymi rodzimych inwestorów indywidualnych i profesjonalnych w kontekście przesłanek ich decyzji inwestycyjnych uwzględniających aspekty ESG. W treści tej części dysertacji jej Autor wykazał się umiejętnością poprawnego zestawienia, prezentacji i interpretacji pozyskanego materiału statystycznego, identyfikującego i prezentującego przesłanki stojące u podstaw decyzji inwestycyjnych uwzględniających kwestie ESG analizowany grup inwestorów.



Zaprezentowany materiał statystyczny wraz z jego analizą tworzy podstawę formułowania stosownych wniosków odnoszonych do badanych populacji, zarówno w ich indywidualnym ujęciu jak i ujęciu porównawczym. Uznając wysiłek naukowy wniesiony przez Autora dysertacji w przygotowanie tej części pracy pragnę sformułować pewne uwagi krytyczne odnoszone do tego fragmentu opracowania:

- a. s. 138 – anonsowano zadanie pięciu pytań dotyczących wiedzy finansowej, wskazując, że ich wyniki zawiera wykres 4.10. Wykres obejmuje jednak odpowiedzi tylko na 3 pytania. Zatem, co stało się z odpowiedziami na kolejne 2 pytania identyfikujące poziom wiedzy finansowej badanej populacji?
- b. s. 139 – różnica pomiędzy wskazanymi w tabeli populacjami nie wynosi 12 procent, lecz 12 punktów procentowych,
- c. s. 142 – ryzyko finansowe jest tylko jednym z elementów/wymiarów identyfikujących zakres/rodzaje ryzyka ponoszonego przez inwestorów, stąd też awersja do ryzyka finansowego nie może być utożsamiana z awersją do ryzyka w ogóle, a takie uproszczenie przyjęto. W konsekwencji tytuł wykresu 4.13. jak i zawarta po nim argumentacja powinna, zdaniem Recenzenta, uwzględniać pojęcie awersji do ryzyka finansowego a nie ryzyka w ogóle.
- d. s. 177 – użycie pojęcia „... *pewien stopień awersji do ryzyka...*” nie jest ostre i jednoznaczne. Może warto było tu wesprzeć się klasyfikacją tego stopnia awersji do ryzyka (finansowego), wykorzystującą jej klasy, oparte na odpowiednich ocenach przyznanych stosownym pytaniom przez badanych inwestorów?

Zakończenie, stanowi ostatnią część recenzowanej rozprawy. Jego treść tworzona jest przez rekapitulację wniosków płynących z przeprowadzonych badań empirycznych oraz uzasadnienia stojące za weryfikacją przyjętych hipotez badawczych i wskazanie kierunków dalszych badań nad problematyką wykorzystania kryteriów ESG w procesach decyzyjnych związanych z aktywnością inwestycyjną analizowanych grup inwestorów. Pomimo zadeklarowanego we wstępie elementu zakończenia dotyczącego ograniczeń zrealizowanego procesu badawczego Recenzent nie jest w stanie wyodrębnić tego zagadnienia w treści zakończenia. W części tej brakuje również identyfikacji wniosków aplikacyjnych płynących z przeprowadzonych badań. Wnioski te i zawarte w nich sugestie na pewno kierować można zarówno do przedstawicieli analizowanych grup inwestorów i elementów ich otoczenia tworzących ekosystem, w którym powinna rozwijać się idea społecznie odpowiedzialnego inwestowania.



Podsumowując treść dysertacji uznaję, że mgr Maciej Chodziński wykazał się:

- a. bardzo dobrym poziomem wiedzy teoretycznej z zakresu zagadnień będących przedmiotem prowadzonych rozważań oraz
- b. rzetelnością przeprowadzonych badań empirycznych i poprawnością interpretacyjną ich wyników.

Fakty te w sposób naturalny potwierdzają Jego umiejętność prowadzenia badań naukowych.

6. Strona formalna

Dysertację z obowiązku recenzyjnego oceniono także pod względem formalnym. Ten aspekt oceny wskazuje na ogólną poprawność językową i stylistyczną, choć Autor nie ustrzegł się potknięć stylistycznych, gramatycznych czy interpunkcyjnych, co w żadnym jednak stopniu nie wpływa na ogólnie pozytywny odbiór treści pracy. Przykładowo, wśród błędów stylistycznych/językowych wskazać można użycie form: „okres czasu” s. 30, 32, 98, „...zasoby ... nie były włączana...” s. 61, „...realizacji warunku mówiącym...” s. 77, „...rozbieżność ... dotyczący...” s. 99, „...sektor bankowy stanowią znaczący element transformacji...” s. 106, „...w badaniu wziął udział niecałe 0,5% stanowili respondenci....” s. 133.

Wśród innych, dostrzeżonych błędów formalnych wskazać można np.: brak wskazania pojęcia „ubiegłego wieku” w momencie użycia określenia czasowego „... lata 20”, „...lata 80”, „...lata 90” np. s. 13, 15, 48, 63, 68, brak stosownych form powtarzających się po sobie przypisów literaturowych np. s. 43, 92, 133-135, czy też brak powołań elementów graficznych ujętych w treści opracowania (dotyczy m.in. wykresu 3.4, 4.5, 4.6) lub użycie błędnych powołań (schemat 1.6 s. 43, schemat 2.1 s. 71, wykres 3.17 s. 123, tabela 4.17 s. 143).

Treść pracy wzbogacają liczne elementy graficzne (tabele wykresy, schematy). Są one prawidłowo wykorzystanym narzędziem syntetyzacji, uporządkowania i zobrazowania uzyskanych wyników badań, prowadzonych zarówno w warstwie teoretycznej jak i empirycznej.

Oceniana monografia, mimo wymienionych uwag, cechuje się spójnym systemem pojęć wykorzystanych do przeprowadzenia postępowania badawczego, które umożliwiło rozwiązanie postawionego problemu badawczego.

7. Konkluzja końcowa

Dokonując całościowej oceny recenzowanej rozprawy doktorskiej oraz mając na uwadze kwestię; doboru problematyki badawczej, tematu dysertacji, sformułowanego celu i hipotez

badawczych, struktury oraz układu pracy, metodyki przyjętego postępowania badawczego, treści merytorycznej a także strony formalnej dysertacji, stwierdzam, że rozprawa doktorska mgr. Macieja Chodzińskiego pt. *Kryteria ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów na polskim rynku finansowym* stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego. Jej autor wykazuje umiejętność samodzielnego prowadzenia badań naukowych a treść dysertacji w pełni potwierdza, że mgr Maciej Chodziński posiada ogólną wiedzę teoretyczną w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Wnoszę o dopuszczenie rzeczonyj dysertacji do jej publicznej obrony.

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'A. Ch.', is located in the lower right quadrant of the page.