

29.08.2024v.

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

Lublin 20 08 2024 r.

### Recenzja

Przedmiotem recenzji jest treść rozprawy doktorskiej mgr Macieja Chodzińskiego pod tytułem: „**Kryteria ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów na polskim rynku finansowym**”. Dysertacja zlokalizowana jest tematycznie w dyscyplinie ekonomia i finanse. Przygotowana została w Katedrze Zarządzania Finansami na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu. Promotorem pracy jest prof. dr hab. Leszek Dziawgo a promotorem pomocniczym dr Dariusz Piotrowski. Dysertacja jest opracowaniem liczącym 252 stronicę.

#### **Ocena struktury rozprawy doktorskiej**

Struktura rozprawy doktorskiej jest właściwa. Zawiera wstęp, pięć rozdziałów merytorycznych, zakończenie, spis literatury, spis tabel, wykresów oraz kwestionariusz badania ankietowego. Kwestionariusz ankietowy był konsultowany, po dostosowaniu pytań został poddany ocenie niezależnych pracowników naukowych.

We **wstępie** Autor wyjaśnia przesłanki podjęcia tematu. Przedstawia uwarunkowania, które pozwalają uznać przedmiot rozprawy za ważny dla teorii ekonomii i finansów, a także bardzo istotny i aktualny z punktu widzenia praktyki gospodarczej. Temat pracy doktorskiej jest ambitny, trafnie sformułowany. Praca wpisuje się w obszar zielonych finansów. Autor wnosi wkład badając intencje i motywacji inwestorów na polskim rynku finansowym. Układ dysertacji jest logiczny, zgodny z przyjętymi założeniami, adekwatny do postawionego celu pracy i sformułowanych dwóch hipotez. Na pozytywną ocenę zasługuje prawidłowa metodologia prowadzenia badania naukowego.

Docenić należy, że Autor dostrzega i odpowiednio opisuje ewolucję w podejściu do kryteriów podejmowania decyzji ekonomicznych. Oczywiście podstawowym kryterium dla przedsiębiorcy będzie generowanie wartości dodatkowej, wypracowanie zysku. Należy jednak zwrócić uwagę na zmiany, polegające na coraz powszechniejszym uwzględnianiu kwestii związanych z szeroko rozumianym pojęciem „społecznej odpowiedzialności biznesu”. Dostrzegać zagadnienia społecznej i ekologicznej odpowiedzialności za prowadzenie

działalności gospodarczej i konsekwencje wynikające z racji podejmowanych decyzji. Jest to kwestia interesująca zarówno przedsiębiorców jak i inwestorów na rynku finansowym, także coraz szerzej całe społeczeństwo.

**Celem** prowadzonej w dysertacji analizy jest uwzględniani kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez inwestorów indywidualnych i inwestorów profesjonalnych na polskim rynku finansowym. Prowadzone dotychczas badania w tej materii odnosiły się przede wszystkim do szeroko rozumianej społecznej odpowiedzialnością biznesu. Aktualnie coraz częściej przedmiotem analiz stają się konsekwencje środowiskowe, aspekty społeczne i zasady ładu korporacyjnego. Obok wartości jakościowych, zawarte w ramach ESG składowe ulegają standaryzowaniu, poprzez regulacje prawne i fakultatywne lub obligatoryjnie narzucane normy ilościowe. W rezultacie powstało szereg wskaźników, które mają informować zainteresowanych oceną danego działania w zakresie omawianych aspektów.

Autor słusznie uznał za celowe i uzasadnione poddanie naukowej analizie i zweryfikowaniu przy wykorzystaniu adekwatnych narzędzi badawczych, czy i na ile inwestorzy indywidualni i profesjonalni znają i wykorzystują w podejmowanych decyzjach inwestycyjnych kryteria ESG.

Dla potrzeb badania naukowego sformułowano dwie **hipotezy**, które zostały wyrażone w sposób następujący:

1. Kryteria ESG są wykorzystywane przez inwestorów indywidualnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych
2. Kryteria ESG są wykorzystywane przez inwestorów profesjonalnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Zarówno cel jak i hipotezy zostały sformułowane w sposób bardzo czytelny. Hipotezy i postawione cele są ze sobą logicznie powiązane. Bardzo klarowne i czytelne sformułowanie hipotez może być kontestowane z racji że zostały bardzo podobnie sformułowane. Jednak przyjęta formuła mimo że jest podobna, nie jest taka sama. Ich treść otwiera możliwość prowadzenia bardzo wnikliwych badań w każdej grupie inwestorów. Jak się dalej okaże wnioski z tych badań są bardzo interesujące i trafne.

Na pozytywną ocenę zasługuje, że Autor procedurę badawczą zastosowaną w pracy wyraził na schemacie zamieszczonym w końcowej części wstępu. Zaprezentował w nim cel

główny i cele szczegółowe. Pokazał w której części dysertacji poszczególne cele zostały zlokalizowane. W ostatniej części pracy wskazał również umiejscowienie weryfikowanych hipotez. Ten czytelny schemat pokazuje i ułatwia rozumienie - przez pryzmat struktury dysertacji - przyjętej metody badawczej.

### **Wartość merytoryczna dysertacji**

W pierwszej części dysertacji Autor koncentruje się nad historycznie kształtowaną genezą idei społecznie odpowiedzialnego inwestowania. Nawiązał do zaleceń rozsądnego korzystania z dóbr przyrody i poszanowania ludzi o czym pisano w Europie. W tym czasie także w Ameryce promowano działania gospodarcze służące społeczeństwu i środowisku. Również katastrofy skutkujące gwałtownymi i dotkliwymi stratami w środowisku były powodem dla którego uważnie obserwowano konsekwencje i wyciągano odpowiednie wnioski. Te i inne okoliczności skutkowały konsekwentnym budowaniem świadomości jak ważne i potrzebne są zmiany w paradygmacie gospodarowania społecznego, jak należy kształtować relacje w dylemacie: na ile *mieć* i na ile *być*.

Oceniając wkład Autora w przygotowanie **części teoretycznej pracy**, można uznać, że uporządkował (usystematyzował) przedmiotowy dorobek naukowy. Wykorzystał bardzo dużą ilość prac naukowych, ponad 200 pozycji autorskich badaczy krajowych i zagranicznych, co oczywiście należy docenić. Zaprezentował opracowania dotyczące głównie rynku europejskiego, ale też wspominał o rynku amerykańskim i azjatyckim. Bardzo pracowicie przygotował różne dane przedmiotowe. Dla przykładu w tabeli 1.4. *Zestawienie wybranych badań empirycznych na temat istotności czynników społeczno-demograficznych w kwestiach inwestycyjnych* wykorzystał wielką ilość źródeł którymi się posłużył prezentując zamieszczoną informację.

Wydaje się jednak, że Autor mógł bardziej czytelnie zaprezentować swoje stanowisko w oddzielnych kwestiach. Dla przykładu, w tabeli 1.2 wymienia wybrane czynniki ESG w zależności od źródła informacji. Pod tabelą nie ma żadnego komentarza. Tymczasem dysponując szeroką wiedzą mógł ocenić kryteria doboru przyjęte przez prezentowanych dostawców informacji ESG. Wyrazić swoją opinię, kto z nich wymienił właściwe – zdaniem Autora - elementy dla poszczególnych kryteriów, bądź uznać że każdy z nich prawidłowo przedstawił stosowny katalog. W punkcie 1.4. *Ewolucja strategii społecznie odpowiedzialnego inwestowania* pokazał zmiany jakie na przestrzeni czasów można było zauważyć w podejściu do filozofii odpowiedzialnego inwestowania. Czytając ten fragment dysertacji można mieć

pewien niedosyt. Wynika on z wrażenia, że Autor mimo posiadania odpowiedniej wiedzy tylko zaprezentował informacje, nie skorzystał natomiast z możliwości i okazji dokonania i zaprezentowania własnej, subiektywnej oceny – czy to pozytywnej czy też krytycznej.

Autor przedstawił w dysertacji odpowiednie informacje odnoszące się do środowiska bankowego. Opisał także postawy środowiskowe polskiego społeczeństwa. Zastanawiające jest, że na pytanie: w jakim stopniu stan środowiska naturalnego w naszym kraju jest powodem obaw i niepokoju, w 1993 roku 78% ankietowanych odpowiedziało: w bardzo dużym lub dużym a w 2020 roku ilość obawiających się zmniejszyła do 53%. Czym można wyjaśnić wzrastające na przestrzeni tych lat społeczne zadowolenie? Szczególnie w sytuacji, kiedy to samo pytanie w odniesieniu do zmian na świecie pokazało, że ilość zatroskanych zwiększyła się z 58 do 70% w 2020 roku.

Autor zauważa, że większość inwestorów w Polsce (58%) pozytywnie traktuje kwestie społecznej odpowiedzialności biznesu. Czy to prowadzi do selekcji spółek dobieranych do portfela inwestycyjnego pod kątem ESG? Jego zdaniem rzeczywistość bywa często złożona, a na poszczególne zjawiska wpływ ma wypadkowa wielu zróżnicowanych czynników, utrudniając tym samym badaczom analizę i efektywne wnioskowanie. To jest trafna konstatacja, co pokazują rezultaty badań prowadzonych w dalszej części dysertacji. Niejednoznaczność deklaracji inwestorów wymaga dalszych rozwiniętych badań pozwalających na pełniejsze zrozumienie roli aspektów ekologicznych i społecznych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej przez inwestorów. Ten argument, uzasadniający potrzebę prowadzenia dalszych badań będzie dalej rozwinięty.

Autor obszernie zaprezentował wyniki badań dotyczących wykorzystania kryteriów ESG na polskim rynku finansowym. Społeczna odpowiedzialność za podejmowane decyzje gospodarcze wyrażona w koncepcji ESG jest przedmiotem wielokierunkowych analiz prowadzonych na krajowych i lokalnych rynkach. Zadaniem tego rodzaju prac jest potrzeba uchwycenia rysujących się trendów oraz wyjaśnienie i ułatwienie przedsiębiorcom, jak również inwestorom poznanie wzajemnych oczekiwań i potrzeb. Duże zasługi ma w tym grupa polskich Autorów, którzy w ostatnich latach badali zaangażowanie sektora bankowego w budowanie sfery zielonych finansów. Powstało wiele prac, które zostały zasadnie wykorzystane w recenzowanej dysertacji. Produkując czy świadcząc usługi używamy zasobów środowiska i korzystamy z potencjału ludzkiego. Posiadane nadwyżki finansowe możemy inwestować w różne projekty, kierując się różnymi przesłankami. Na pewno decydujące znaczenie ma poziom

zysku czy stopa zwrotu. Jednak coraz częściej - jak pokazują badania – coraz więcej inwestorów indywidualnych jak też zarządzających funduszami inwestycyjnymi uważa, że zasadne jest dokonywanie inwestycji w projekty odpowiadające trosce o jakość środowiska i przestrzeganie norm społecznych. Co więcej, uznają oni kwestie ESG za istotne, nawet jeśli w krótkim okresie czasu wiążą się to ze zmniejszeniem osiąganego zysku. To dla nich dedykowany jest schemat „etycznego portfela inwestycyjnego”.

Autor szeroko korzysta z informacji jakie dostarczyły badania sektora bankowego. Trafnie zauważa, że sektor bankowy jest tym, który poprzez dostarczanie podmiotom gospodarczym kapitału stanowi znaczący element transformacji gospodarczej, także w obszarze realizacji między innymi celów ESG. Aczkolwiek można też spotkać się z opinią, że zaangażowanie banków ma charakter w dużym stopniu „na pokaz”. Na podstawie przytoczonych w tej części pracy informacji należy uznać, że polskie społeczeństwo deklaruje duże zainteresowanie stanem środowiska naturalnego i widzi potrzebę jego ochrony, jednak jednocześnie wykazuje przekonanie, że problemy środowiskowe są odległe, nie absorbujące bieżącej uwagi.

Bardzo istotne są rozważania Autora na temat koncepcji Europejskiego Zielonego Ładu, postrzeganego jako priorytetowa strategia rozwoju Unii Europejskiej. Klasyczna teoria rozwoju gospodarki oparta na triadzie: kapitał, praca i ziemia jest zrozumiała, jednak potrzebne są coraz bardziej badania nad tym jak zmieniają się te proporcje udziału tych elementów i ich waga (wartość). Podejmowane są międzynarodowe i krajowe (także lokalne) inicjatywy na rzecz ochrony klimatu i środowiska naturalnego, zrównoważonego rozwoju i ekologii. Wyrażają je Cele Zrównoważonego Rozwoju według Agendy 2030 przyjęte przed kilku laty przez ONZ.

Dobrze, że Autor widzi korzyści jakie zawiera koncepcja Europejskiego Zielonego Ładu, ambitne założenia przejawiające się w planowanych za kilkadziesiąt lat efektach dla środowiska. Jednak słusznie zwraca uwagę na dylematy jakie się z tym wiążą. To udział światowych potęg gospodarczych (Chiny i inni) zanieczyszczających środowisko, rujnących konkurencję gospodarczą, czy też napięcia i konflikty jakie w Europie wywołuje EZŁ. Pojawiające się w wielu krajach głosy krytyczne wobec skutków realizowanej transformacji najczęściej poruszają kwestię zbyt głębokiej ingerencji w mechanizmy wolnorynkowe powodującej wysokie koszty, zagrażające konkurencyjności gospodarek Unii Europejskiej w świecie globalnej wolnorynkowej konkurencji.

**W części empirycznej** Autor wykorzystał metodę ankietową, metodę opisową, metodę porównawczą oraz metodę analizy danych zastanych. Badanie ankietowe zostało przeprowadzone przez profesjonalną firmę Fieldstat w formie badania CAWI. W badaniu wzięło udział 204 inwestorów indywidualnych i 150 instytucjonalnych. Osoby zakwalifikowane do tego badania inwestowały samodzielnie posiadane środki finansowe (indywidualni) lub zajmowały się zawodowo zarządzaniem powierzonymi środkami finansowymi czy też świadczyły usługi doradztwa finansowego (instytucjonalni).

Przyjętą w części empirycznej metodę analizy należy ocenić pozytywnie. Jak wynika z badań (s. 99) na które się powołuje Autor, większość inwestorów, zarówno prywatnych jak i instytucjonalnych z całego świata uważa, że przedsiębiorstwa powinny dokonywać inwestycji odpowiadających niezbędnym działaniom na rzecz zachowania lub poprawy jakości środowiska i wymagań społecznych oraz etycznych. Badani uznają kwestie ESG za bardzo ważne i przydatne. Akceptują nawet takie sytuacje, kiedy w krótkim horyzoncie czasowym skutkuje to zmniejszeniem zaplanowanego zysku. Są przekonani, że w dłuższej perspektywie ma to jednak uzasadnienie. Jak wynika z przeprowadzonych badań, w odniesieniu do inwestorów indywidualnych większość zadeklarowała, że już bierze pod uwagę kryteria ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Blisko 70% ankietowanych zadeklarowało chęć uwzględnienia takich kryteriów także przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej w najbliższym czasie. Jest to o tyle ciekawe, że jeszcze w roku 2021 „...70% respondentów zadeklarowało, że nigdy nie podjęło żadnych działań proekologicznych wiążących się ze swoimi prywatnymi finansami” (źródło: 214 str 116). Oznacza to zapewne, że świadomość proekologiczna i prospołeczna w ostatnim czasie silnie się umacnia.

Autor informuje (210), że jeżeli chodzi o deklarowaną znajomość badanych elementów Europejskiego Zielonego Ładu, to około 60% ankietowanych inwestorów indywidualnych oraz około 53% inwestorów profesjonalnych wykazała się nieznajomością tych zagadnień. Pisze: *Należy uznać taki wynik za niezadawalający. Zapewne chodzi o to, że taki stan rzeczy należy uznać za niezadawalający.*

Zwrócić uwagę wypada na to, że duża część informacji pozyskanych w wyniku badania ankietowego odnosi się do różnych wybranych danych statystycznych. Dla przykładu badana była struktura respondentów według płci, wiek respondentów, struktura poziomu wykształcenia, struktura typu wykształcenia, rozkład respondentów ze względu na

doświadczenie w inwestowaniu, rozkład respondentów według miejsca zamieszkania, poziom wiedzy finansowej na podstawie samooceny respondentów i tak dalej.

Oczywiście jest to konkretna wiedza konieczna do prowadzenia badań. Jest to potrzebne dla uwzględnienia różnych czynników, mających wpływ na decyzje inwestorów, jest to również niezbędne dla zrozumienia pewnych mechanizmów które dzięki tym danym możemy dostrzec. Jednak czasami można odnieść wrażenie, że Autor koncentruje się na prezentacji wybranych faktów, relacjonuje wyniki odpowiedzi respondentów na zadane konkretne pytania. Natomiast zbyt mało uwagi poświęca interpretacji powiązań jakie zachodzą pomiędzy różnymi czynnikami. Dla przykładu: na wykresie 4.6 prezentuje „rozkład respondentów ze względu na doświadczenie w inwestowaniu”. Prawie 30% respondentów zadeklarowało doświadczenie w inwestowaniu w przedziale 4 – 6 lat. Czy nie warto dalej zadać pytania: Czy osoby te mają wyższe wykształcenie ? Czy mają wykształcenie ekonomiczne? Czy osoby te mieszkają w miastach czy na wsi? ..... i tak dalej. Czy można też doszukiwać się jakichś prawidłowościach w zestawieniu tych informacji i powiązaniu ich ze sobą?

W zakończeniu dysertacji Autor odniósł się do głównego celu badawczego, celów pomocniczych oraz hipotez umieszczonych we wstępie. Zdaniem Autora. *cel główny został osiągnięty poprzez realizację poszczególnych celów szczegółowych i weryfikację hipotez badawczych* postawionych w pracy.

Hipoteza pierwsza została potwierdzona. Badania ankietowe pokazały, że w odniesieniu do inwestorów indywidualnych zdecydowana większość – około 70% - zadeklarowała, że bierze pod uwagę kryteria ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Jak się dalej okaże, inwestorzy indywidualni w przeprowadzonym badaniu zdecydowanie większą wagę przywiązywali do kwestii ochrony środowiska niż inwestorzy profesjonalni (210), co może świadczyć o mniejszym przywiązaniu indywidualnych inwestorów wyłącznie do wskaźników finansowych. Wydaje się, że jest to wniosek oparty na intuicji Autora.

Druga hipoteza badawcza także została pozytywnie zweryfikowana. Podejście inwestorów profesjonalnych do uwzględnienia kryteriów ESG nie było jednak tak duże jak w przypadku inwestorów indywidualnych. Zapewne osoby podejmujące decyzje inwestycyjne w ramach zleconej pracy, zobowiązane są do przestrzegania wytycznych narzuconych przez instytucję, w której inwestor pracuje i na rzecz której dokonują wyborów. Stąd inwestorzy profesjonalnie zarządzając powierzonym im kapitałem wykazują bardziej zachowawcze

podejście do oceny różnych aspektów inwestycji niż inwestorzy zaangażowani w decyzje inwestycyjne poprzez własny, prywatny majątek.

Autor w dysertacji sformułował kilka wniosków. Są one uzasadnione. Z jednym z nich można się zgodzić w ograniczonym stopniu.

*1) Kryteria ESG stanowią znaczący czynnik, mogący decydować o wyborze lub odrzuceniu danej inwestycji przez inwestora.* Chyba nie do końca można się zgodzić z tak zdecydowanie sformułowanym wnioskiem (znaczący czynnik). Profesjonalni inwestorzy zaledwie w (49,4% - s.210) udzielali pozytywnych odpowiedzi dotyczących kwestii wykorzystania kryteriów ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Dobrą znajomością treści Europejskiego Zielonego Ładu nie wykazało się 39% ankietowanych inwestorów indywidualnych oraz około 47% inwestorów profesjonalnych.

Bardzo ważna i trafna jest konkluzja Autora: **Analizowany w niniejszej rozprawie obszar badawczy wymaga prowadzenia dalszych badań.** Szczególnie w sprawie tego czy (i na ile) podjęta przez Unię Europejską próba wystandardyzowania informacji pozafinansowych z zakresu ESG, *wpłynęła na faktyczne zachowania inwestorów?* Interesujące też będzie badanie w jakim stopniu raportowanie realizacji celów środowiskowych faktycznie zwiększy wzrost zainteresowania inwestorów uwzględnieniem aspektów ESG w strategii inwestycyjnej.

Prezentowane w dysertacji informacje mają charakter statyczny. Jest to zrozumiałe i wynika wprost z przyjętej metody badawczej jaką jest ankieta. Wydaje się więc, że Autor powinien kontynuować prowadzone badania w dwóch kierunkach. Po pierwsze skorzystać z już przygotowanej ankiety by zbierać informacje cyklicznie, systematycznie. Jakie odpowiedzi otrzyma obecnie lub w przyszłości na te same pytania, które są przedmiotem analizy? To może być interesujący materiał dla potrzeb oceny kierunków i dynamiki zmian świadomości społecznej. Po drugie można pokusić się o analizy uwzględniające krzyżowe zestawienie ze sobą wyników odpowiedzi na poszczególne pytania. Nie ma wątpliwości że uwzględnianie kryteriów ESG będzie odgrywało znaczącą rolę w procesie inwestycyjnym. Potrzebne jest więc posiadanie informacji rzetelnych i wyczerpujących, pozwalających przewidywać i podejmować odpowiednie decyzje.

#### **Uwagi różne i uchybienia formalne**

W tytule dysertacji pojawia się skrót ESG. We wstępie dysertacji Autor używa określenia ESG nie wyjaśniając jednak o co chodzi w tym skrócie. Formułując we wstępie



hipotezy, Autor także używa akronimu ESG. Autor uznał, że termin ten wyjaśni w punkcie 1.3.1. (Czynniki ESG. Oczywiście uwaga ta nie ma charakteru uwagi merytorycznej – ma charakter porządkowy. Można bowiem przyjąć, że termin ESG jest pojęciem powszechnie znanym i nie ma potrzeby opisywania go na początku pracy.

Autor prezentuje tabelę 1.1., „Wybrane czynniki ESG w zależności od źródła informacji”. Po tej tabeli zamieszczono schemat 1.3. Wydaje się, że zawartość tabeli 1.1. można było krótko zinterpretować.

Wykres 3.19. Utrudniony odczyt – dwa razy zaznaczono kolor niebieski 58% (raz TAK a raz NIE).

Niektóre źródła są podane w sposób niedokładny. Np. na s. 125-126 (poz. 220, 221 i 222) nie znajdziemy cytowanych informacji.

.....akceptując tysiąc razy niższe..... (100)

Połowa ankietowanych Wskazała na wykorzystanie (11!)

Przypuszczalnie uwzględnianie kryteriów ESG będzie skutkowało obniżeniem *ryzyka systematycznego* w skali makroekonomicznej. (212) – czy nie „ryzyka systemowego” ?

## Konkluzja

Przedłożoną do oceny dysertację doktorską mgr Macieja Chodzińskiego, pod tytułem: „**Kryteria ESG w decyzjach inwestycyjnych inwestorów na polskim rynku finansowym**”, zgodnie z wymaganiami zdefiniowanymi w ustawie Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. z 2023 r poz. 742 z późn. zm.) można uznać za pracę naukową. Dysertacja zlokalizowana jest tematycznie w dyscyplinie ekonomia i finanse. Spełnia wymagania przewidziane dla rozpraw doktorskich i stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego. Pokazuje wiedzę teoretyczną kandydata w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. W dysertacji postawiono i rozwiązano problem naukowy, dokonano oceny wykorzystanej literatury i przeprowadzono rzetelne badania własne. Recenzowana dysertacja doktorska jest pracą naukową i może zostać dopuszczona do publicznej obrony.

prof. dr hab.  Żukowski