

Prof. dr hab. Eugeniusz Gatnar  
Katedra Analiz Gospodarczych i Finansowych  
Wydział Finansów i Ubezpieczeń  
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

Sekretariat WNEIZ

wpłynęło dnia 28.08.2015

**Recenzja rozprawy doktorskiej mgr Anny Horseckiej  
pt. "Analiza i diagnoza wpływu działalności funduszy emerytalnych na rozwój rynku  
nieruchomości"**

Przedłożona do recenzji praca doktorska mgr Anny Horseckiej została napisana na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, pod kierunkiem prof. dr hab. Józefa Hozera.

Praca jest bardzo obszerna, liczy bowiem 318 stron i składa się ze Wstępu, 9 rozdziałów merytorycznych i Zakończenia. Na końcu rozprawy znajduje się zestawienie wykorzystanej literatury oraz spis tabel i spis rysunków.

### **1. Wybór tematu, cel i zakres pracy**

Mgr Anna Horsecka uczyniła tematem rozważań w swojej rozprawie doktorskiej bardzo ciekawy problem wpływu funduszy emerytalnych na rynek nieruchomości. Jeszcze pamiętamy straty jakie poniosły fundusze emerytalne w czasie kryzysu na rynku nieruchomości w USA w latach 2007-2008.

Doktorantka określiła jej cel na s. 7 pracy jako „zdiagnozowanie rzeczywistego oraz potencjalnego wpływu (...)”. Pomijając to, że słowo „zdiagnozować” źle brzmi, to „zdiagnozować” można jedynie **realnie istniejące zjawisko**, a nie zjawisko potencjalne. A zatem Autorka powinna przede wszystkim wykazać, że taki wpływ występuje. Ale niestety, moim zdaniem, w pracy takiej analizy nie ma. Nie ma też tego wpływu w ogóle, nie tylko w Polsce, ale nigdzie na świecie, ponieważ udział funduszy emerytalnych w aktywach rynku nieruchomości jest niewielki i limitowany, z powodów, które Doktorantka dobrze zna. Nie wykluczam oczywiście, że w pewnych sektorach, np. nieruchomości komercyjnych, czy w pewnych państwach, taki wpływ występował w przeszłości. Dlatego samo określenie problemu brzmi bardzo interesująco.

Natomiast hipoteza na s. 7 Rozprawy jest sformułowana nieprawidłowo: „Fundusze emerytalne (...) **mogą mieć** odpowiadający ich roli wpływ na rynek nieruchomości”. Co to znaczy, że „mogą”? Kiedy? W jakich warunkach? A jaki „wpływ”: duży czy mały? I tak dalej...

Poza tym, co to znaczy „odpowiadający ich roli”? Jakiej roli? Jako inwestora? Przecież wszędzie są szczałkowym inwestorem na rynku nieruchomości.

Nie będę się już pastwił się nad zadaniami badawczymi przedstawionymi na s. 8. Wiele z nich to są rzeczy oczywiste i standardowo realizowane w pracy doktorskiej.

Oczywiście, problem podjęty w dysertacji jest interesujący, wieloaspektowy i wart rozważań. Doktorantka dysponowała zmiennymi z bazy danych OECD, oraz danymi o wartości indeksów giełdowych, ogólnych i sektorowych, które przedstawiła na s. 149. Powstaje pytanie, dlaczego nie zbudowała w pracy żadnego modelu ekonometrycznego, które zna, bo pisała o nich na stronach 145-148. Jak bez nich można zbadać wpływ jednego zjawiska na drugie? Przecież porównywanie indeksów czy korelacje stóp zwrotu tego nie pokażą, może to być tylko traktowane jako symptom istniejącej zależności.

Brak tego modelu nie pozwala w ogóle na sformułowanie, jak to pisze Doktoranta na s. 7 i dalszych, o występowaniu tzw. „potencjalnego wpływu”, czyli wykonania symulacji. Autorka rozprawy robi to w inny, mało profesjonalny sposób.

Podsumowując, uważam wybór tematu dysertacji za trafny, gdyż sformułowane w tytule pracy zagadnienie jest oryginalne i nie było jak dotąd przedmiotem zbyt wielu szerokich analiz empirycznych.

## **2. Konstrukcja pracy**

Przedłożona do recenzji rozprawa doktorska Anny Horseckiej pt. „Analiza i diagnoza wpływu działalności funduszy emerytalnych na rozwój rynku nieruchomości” liczy 318 stron. To bardzo dużo. To każe wątpić, czy Doktorantka posiada umiejętność syntetycznego ujęcia problemu. Bardzo szeroko przedstawia poboczne kwestie, jak na przykład historia funduszy emerytalnych czy omówienie polskiego systemu emerytalnego, podczas gdy powszechnie wiadomo, i Doktorantka też to wie (s. 137), że w Polsce istnieje zakaz inwestowania OFE na rynku nieruchomości, a udział akcji spółek deweloperskich w aktywach OFE jest śladowy i wynosi ok. 2,6%.

Została ona podzielona na 9 rozdziałów, z których pierwszych tworzy część teoretyczną liczącą 155 stron, natomiast rozdziały 6-9 stanowią część empiryczną, która liczy przeszło 160 stron.

Struktura tej pracy jest bardzo rozdrobniona, a spis treści nie przedstawia jej w pełni. Na przykład rozdział 6.1 ma 7 części: 6.1.1- 6.1.7, rozdział 6.2 ma 4 części, ale numerowane

jako: 6.3.1-6.3.4, rozdział 7.1 ma 7 części: 7.1.1- 7.1.7, rozdział 7.2 ma 2 części: 7.2.1-7.2.2, rozdział 8.1 ma 7 części: 8.1.1- 8.1.7, rozdział 8.2 ma 4 części: 8.2.1-8.2.4, rozdział 8.3. ma 11 części: 8.3.1.-8.3.11, rozdział 8.4 ma 6 części: 8.4.1.-8.4.6.

W rozdziale pierwszym Doktorantka przedstawiła, w oparciu o literaturę ekonomiczną, podstawowe pojęcia z zakresu makroekonomii, pokazując coś, co z góry wiadomo, że rynek nieruchomości jest częścią gospodarki realnej, a fundusze emerytalne są ważną częścią sektora finansowego. Rozdział ten nie zawiera niczego ważnego i jest niepotrzebny. Niepotrzebne, moim zdaniem, są analizy sytuacji społecznej czy demograficznej, nie mówiąc już o dyskusji na temat inflacji, bezrobocia (i to w Polsce) czy cykli koniunkturalnych.

Rozdział drugi jest już jednoznacznie związany z celem pracy i zawiera podstawowe informacje na temat sektora nieruchomości. Doktorantka przedstawiła tam definicję rynku nieruchomości i jego strukturę. Dużo uwagi poświęciła charakterystyce rynku nieruchomości w Polsce, chociaż fundusze emerytalne nie mogą na nim bezpośrednio inwestować. W Europie w 2015 roku tylko 5,5% wartości portfela funduszy inwestycyjnych i emerytalnych stanowiły nieruchomości. Na koniec Doktorantka pisze o ryzyku inwestowania oraz o formach i instrumentach inwestowania na rynku nieruchomości.

W rozdziale trzecim mgr Anna Horsecka znajduje się charakterystyka sektora funduszy emerytalnych. Zwraca uwagę, że w Polsce OFE stanowią drugi, po depozytach bankowych cel oszczędności naszych rodaków. W roku 2014 środki w OFE (po „reformie” Rostowskiego) wynosiły 149 mld złotych. Interesujące jest w tym rozdziale pokazanie funduszy emerytalnych jako podmiotów wspólnego inwestowania oraz ich strategii inwestycyjnej. Na końcu znajduje się bardzo ciekawa charakterystyka wielkości tego sektora w wybranych krajach na świecie. Na przykład tabela 3.21 pokazuje, że fundusze emerytalne w znikomym stopniu inwestują bezpośrednio na rynku nieruchomości, na poziomie średnio ok. 5% w 2015 roku. Jeszcze niższe są inwestycje pośrednie.

Czwarta część rozprawy zawiera podstawowe informacje na temat historii, ewolucji systemu emerytalnego w Polsce oraz sektora funduszy emerytalnych funkcjonujących w naszym kraju. Moim zdaniem, to jest kompletnie niepotrzebne. Nie mam pojęcia, dlaczego Doktorantka to zrobiła, wiedząc, że OFE nie mogą inwestować bezpośrednio w nieruchomości, a udział akcji spółek budowlanych i deweloperskich notowanych na GPW nie przekracza 5% (2,6% Deweloperzy i 2% Budownictwo). Jedynie interesująca i ważna dla całej pracy jest część 4.5.

Rozdział piąty zawiera podobno opis metod badawczych stosowanych w pracy. Niestety tak nie jest. Po raz kolejny na s. 142 powtarza swoją „hipotezę”, o tym, że „fundusze emerytalne (...) **mogą mieć** (...) wpływ na rynek nieruchomości”.

Nie wiadomo dlaczego opisuje teorię szeregów czasowych i prognozowanie (czego w ogóle nie wykorzystuje), wspomina o parametrach statystycznych, jak średnia czy kurtoza, a nie zamieszcza informacji o współczynniku korelacji, który potem intensywnie wykorzystuje. Nie ma tam nic o modelach ekonometrycznych.

Jedyną sensowną informacją jest przedstawienie wykorzystywanych danych oraz lista zmiennych zamieszczona na s. 149.

Rozdział szósty jest już rozdziałem empirycznym. Mgr Anna Horsecka dokonała w niej symulacji potencjalnego wpływu wielkości inwestycji na rynek nieruchomości. Ale nie za pomocą choćby prostego modelu regresji, ale po prostu mnożąc obecny udział przez 5%, 10%, 15% i 20%. To jest całkowicie nieuzasadnione i pozbawione sensu, ze względu na obowiązujące limity inwestycyjne. Co Autorka chciała przez to pokazać? Nie wiadomo, ponieważ nie ma w tym rozdziale żadnego podsumowania. Jest tylko całkowicie arbitralna ocena „znaczenia inwestycji bezpośrednich na rynku nieruchomości dla gospodarki badanych krajów”, przyjmująca jakieś dziwne granice: 1%, 3% i 5% PKB. Jakie jest ich uzasadnienie?

Rozdział siódmy, także empiryczny, stanowi najbardziej kontrowersyjną część pracy. Doktorantka dokonała w nim analizy „współzależności” (a więc nie „wpływu”, jak pisała w tytule i w celach pracy) rynku nieruchomości oraz sektora funduszy emerytalnych. Zrobiła to opisowo, słownie, pisząc kiedy aktywa wzrosły, a kiedy spadły i porównując indeksy NHPI, IPD i RP. Nie przejmowała się też brakiem porównywalnych danych.

W analizie uwzględniła 7 krajów rozwiniętych i 2 kraje rozwijające się: Czechy i Węgry, posługując się bazą danych OECD. Na s. 167 można przeczytać jak Doktorantka rozumie kluczowe słowo „wpływ”. Najpierw w stronę zgodną z tytułem pracy: „dynamika aktywów i wartości inwestycji w nieruchomości wskazuje na rosnący wpływ funduszy emerytalnych na australijski rynek nieruchomości”. Dlaczego? Bo wartość inwestycji funduszy emerytalnych na rynku nieruchomości rosła.

Ale potem Doktorantka robi „analizę” odwrotnie: „obniżający się udział w portfelu inwestycyjnym funduszy emerytalnych inwestycji w nieruchomości wskazuje na malejący wpływ rynku nieruchomości na fundusze emerytalne (...)”.

Rozdział ósmy, to rozdział, który jest jeszcze bardziej niezrozumiały co do celu przedstawionych w nim analiz. Otóż Doktorantka pisze o „analizie i diagnozie warunków inwestowania na rynkach nieruchomości, akcji oraz długoterminowych papierów

wartościowych”, a tak naprawdę porównuje wartości i stopy zwrotu z sektorowych indeksów giełdowych. To zwykle porównanie pozwala jej przygotować tzw. „ocenę atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych kategorii inwestycji”.

Mgr Anna Horsecka wykorzystała w rozdziale 8 także współczynnik korelacji Pearsona do analizy związku między stopami zwrotu indeksów dla tych samych krajów, co w rozdziale 7. Większość z nich to słabe lub bardzo słabe korelacje liniowe. Doktorantka pisze na s. 182, że badała także istotność tych korelacji, lecz nigdzie nie ma informacji, które wskaźniki są istotne, a które nie (*p-value*).

W rozdziale 9 Doktorantka przedstawia wyniki badania statystycznego w oparciu o przygotowany kwestionariusz, na temat obecności funduszy emerytalnych jako inwestorów na rynku nieruchomości. To badanie nie ma żadnego związku z celem pracy i nie wiem dlaczego zostało zrealizowane. Próba badawcza liczyła 80 osób z Polski i 24 z zagranicy. I zwłaszcza w przypadku respondentów z Polski nie miało ono sensu, ponieważ w naszym kraju istnieje jest zakaz, o którym już wspominałem.

Reasumując, strukturę rozprawy doktorskiej mgr Anny Horseckiej oceniam jako zbyt rozbudowaną, i uważam, że rozdziały 1, 4 i 9 są niepotrzebne. Pozostałe 6 tworzy natomiast strukturę prawidłową pod względem merytorycznym.

### **3. Ocena rozprawy**

Moja ocena rozprawy, jeśli chodzi o stronę teoretyczną, tj. wybór tematu jest pozytywna. Natomiast sposób postawienie hipotezy jest błędny, nie mówiąc już o sposobie jej weryfikacji w części empirycznej.

Nie wiem dlaczego Doktorantka nie zbudowała jednego lub kilku modeli ekonometrycznych, które pozwoliłyby Jej ocenić, czy wpływ funduszy emerytalnych na rynek nieruchomości występuje, czy nie. Nie powinno to być trudne, gdyż dysponowała Ona danymi porównywalnymi z bazy danych OECD. Zamiast tego wykonywała proste, opisowe porównania i mnożenia, nazywając je „symulacjami”.

Całkowicie niepotrzebne jest, moim zdaniem, badanie ankietowe zamieszczone w rozdziale 9. Jaki sens ma pytanie „podmiotów opiniotwórczych dla rynku kapitałowego i rynku nieruchomości” o wpływ obecności funduszy emerytalnych jako inwestorów na rynku nieruchomości na „stan i poziom rozwoju rynku nieruchomości”, podczas gdy w Polsce OFE na tym rynku są nieobecne! A Doktorantka napisała o tym 30 stron!

Praca zawiera także bardzo powierzchowne sformułowania, jak na przykład:  
s. 20: „inflacja wpływa na poziom stóp procentowych” – to przecież nieprawda,  
s. 36: „badania empiryczne potwierdziły pozytywną korelację pomiędzy wzrostem populacji a zwrotem z inwestycji (...)”. Jakie badania?

Podsumowując, stwierdzam, że recenzowana praca doktorska mgr Anny Horseckiej pt. „Analiza i diagnoza wpływu działalności funduszy emerytalnych na rozwój rynku nieruchomości”, mimo wskazanych słabości, zawiera przykład podjęcia ciekawego zagadnienia. Niestety, niedostatki empirycznej analizy zagadnienia wpływu funduszy emerytalnych na rozwój sektora nieruchomości, znacznie obniżają ocenę tej pracy.

#### **4. Uwagi**

Lektura każdej rozprawy doktorskiej rodzi wiele pytań, na których odpowiedź może stać się początkiem dyskusji naukowej w czasie publicznej dyskusji.

Po pierwsze, jaka jest różnica między analizą a diagnozą w naukach ekonomicznych? Doktorantka nigdzie tego nie definiuje i używa okropnego słowa, nieistniejącego w języku polskim „zdiagnozowanie”. Lektura pracy stawia pod znakiem zapytania to, czy dobrze te terminy rozumie.

Po drugie, dlaczego Doktorantka nie wybrała jednego rynku, np. USA, gdzie występują długie szeregi czasowe i gdzie jest dużo informacji, i nie dokonała jego głębszej analizy? Wtedy mogłaby ocenić na przykład skutki jakie dla funduszy emerytalnych miał kryzys na rynku nieruchomości 2006-2008.

Po trzecie, dlaczego w pracy nie wykorzystano ani jednego, choćby prostego modelu ekonometrycznego do oceny wpływu funduszy emerytalnych na sektor nieruchomości w jakimś wybranym kraju, na przykład w Australii, gdzie jego udział w portfelach funduszy emerytalnych jest istotny? To by wystarczyło. A tak mamy tylko jakieś słabe korelacje pomiędzy indeksami.

#### **5. Wnioski**

Recenzowana dysertacja mgr Anny Horseckiej pt. „Analiza i diagnoza wpływu działalności funduszy emerytalnych na rozwój rynku nieruchomości” została w całości

poświęcona badaniu zagadnienia występowania zależności między wielkością inwestycji funduszy emerytalnych a rozwojem rynku nieruchomości.

Temat ten jest ważny i niezwykle interesujący, a przy tym rzadko poruszany w literaturze ekonomicznej. Doktorantka w pewnym stopniu pokazała występowanie tego wpływu na rynkach nieruchomości w kilku krajach.

**Biorąc pod uwagę zakres teoretycznych rozważań oraz obszar empirycznych analiz stwierdzam, że przedłożona do recenzji rozprawa doktorska w dostatecznym stopniu odpowiada wymogom stawianym pracom doktorskim, sformułowanym w Ustawie o stopniach i tytule naukowym, wnioskuję o dopuszczenie mgr Anny Horseckiej do publicznej obrony.**

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'J. Horsecki', written in a cursive style.

Katowice, dnia 5 września 2017 roku