

Warszawa, 18 listopada 2019

Dr hab. Piotr Zielonka, prof. nadzw. SGGW

Katedra Fizyki

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Recenzja w postępowaniu habilitacyjnym dr Anny Blajer-Gołąbiewskiej

Dr Anna Blajer-Gołąbiewska jako podstawę wniosku habilitacyjnego wskazuje monografię „**Reputacja przedsiębiorstwa a zachowania inwestorów giełdowych**” wydaną w 2019 roku przez Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego. Zgodnie z tytułem praca dotyczy wpływu reputacji przedsiębiorstwa na zachowania inwestorów na giełdzie papierów wartościowych.

Autorka prowadzi analizy wyjaśniające zachowania inwestorów w kontekście reputacji przedsiębiorstwa. Dokonuje identyfikacji czynników psychologicznych i społecznych kształtujących reputację firmy.

Główna hipoteza badawcza rozprawy brzmi:

Uwzględnienie wpływu reputacji na zachowania inwestorów giełdowych, a także czynników społecznych i psychologicznych kształtujących te relacje może wzbogacić dotychczasowe teorie dotyczące podejmowania decyzji na rynku akcji.

Monografia składa się z kilku rozdziałów: wstępu, czterech rozdziałów teoretycznych, rozdziału omawiającego badania empiryczne Autorki oraz zakończenia.

W rozdziale pierwszym Autorka porusza problematykę reputacji przedsiębiorstwa, rozdział zawiera przegląd definicji, jej typów, itd. Autorka zastanawia się w nim nad znaczeniem

reputacji dla wartości przedsiębiorstwa, omawia także dotychczasowe badania nad reputacją firmy. Autorka podkreśla zarówno indywidualny jak i społeczny wymiar reputacji przedsiębiorstwa.

Rozdział drugi zawiera przegląd badań nad reputacją przedsiębiorstw z dziedziny ekonomii behawioralnej. Omówiono w nim czynniki kształtujące reputację, takie jak indywidualne charakterystyki psychologiczne inwestorów oraz czynniki społeczne. Do tych pierwszych zalicza się inklinacje poznawcze, style przetwarzania informacji, stosunek do ryzyka oraz poziom zaufania. Do drugich zalicza się natomiast rekomendacje analityków oraz zachowania inwestorów instytucjonalnych.

Rozdział trzeci to przegląd popularnych metod pomiaru reputacji przedsiębiorstw. Autorka podkreśla, że dotychczas stosowane metody są ogólnikowe i nie pozwalają na zbadanie reakcji inwestorów giełdowych na zmianę reputacji spółki.

Rozdział czwarty to nawiązanie do metodyki wykonanego przez Autorkę badania. Omawia się w nim istotę badań eksperymentalnych oraz wcześniejsze badania empiryczne nad reputacją na rynku akcji. W rozdziale czwartym przedstawiono również opis badań eksperymentalnych przeprowadzonych przez Autorkę.

W rozdziale piątym zaprezentowano wyniki badań empirycznych Autorki.

Autorka postawiła przed sobą następujące zadania badawcze: określenie wpływu czynników psychologicznych, ekonomicznych i demograficznych na: ocenę reputacji spółki, wycenę społecznej reputacji przedsiębiorstwa oraz na zachowanie inwestorów wyrażone skłonnością do inwestowania.

Autorka wyodrębniła szereg hipotez szczegółowych, między innymi następujące:

1. Reputacja przedsiębiorstwa wpływa silniej na zachowania tych inwestorów, którzy przewidują silniejszą emocjonalną reakcję na straty lub zyski.
2. Reputacja przedsiębiorstwa wpływa silniej na zachowania inwestorów, którzy mają tendencję do większego ufania obcym ludziom.
3. Nagła, niespodziewana i znacząca zmiana ceny akcji redukuje znaczenie reputacji dla inwestorów.

Wyniki prowadzonego przez Autorkę badania empirycznego są następujące:

1. Indywidualna ocena reputacji przedsiębiorstwa zależy między innymi od doświadczenia inwestycyjnego, subiektywnej oceny sytuacji ekonomicznej osoby

- badanej. Zbiorowa ocena reputacji zależy między innymi od rekomendacji analityków, oraz od zachowania inwestorów instytucjonalnych.
2. Reputacja przedsiębiorstwa silniej wpływa na zachowania tych inwestorów, którzy przewidują silniejszą emocjonalną reakcję straty.
 3. Reputacja przedsiębiorstwa słabiej wpływa na zachowania tych inwestorów, którzy uważają się za bardziej skłonnych do ryzyka.
 4. W przypadku pozytywnego obrazu spółki przedstawionego badanym, większą skłonnością do inwestowania charakteryzowali się badani o dużej potrzebie poznania, racjonalni, o analitycznym sposobie myślenia.
 5. W zakresie uwarunkowań społecznych Autorka zbadała trzy czynniki: rekomendacje analityków giełdowych, zachowania inwestorów instytucjonalnych oraz inwestorów indywidualnych. Okazało się, że informacja na temat reputacji spółki pochodząca od analityków giełdowych oddziałuje silniej na decyzje inwestorów niż reputacja stworzona przez nich samych.
 6. Spółki, których znaczący pakiet akcji znajduje się w rękach inwestorów instytucjonalnych, posiadają wyższą reputację.
 7. Nagła i znacząca zmiana cen akcji ma większy wpływ na krańcową skłonność do inwestowania niż postrzegana reputacja spółki w społeczeństwie.
 8. Osoby, które wcześniej zainwestowały w spółkę wyżej wyceniały jej reputację.

Jak pisze Autorka, jej badania wykazały szereg relacji pomiędzy charakterystykami psychologicznymi, czynnikami społecznymi a postrzeganiem reputacji przedsiębiorstwa oraz wpływem reputacji na zachowania inwestorów giełdowych.

Według Autorki znajomość wykazanych relacji pozwoli osobom zarządzającym spółką publiczną na świadome kształtowanie rozmaitych czynników, wpływających na reputację przedsiębiorstwa.

Pozostałe osiągnięcia naukowo – badawcze

Badania Habilitantki koncentrowały się na czterech obszarach:

- 1) podejmowanie decyzji inwestycyjnych w kontekście dostępu do informacji,
- 2) zachowania podmiotów na rynku akcji,
- 3) wpływ reputacji przedsiębiorstwa na decyzje inwestorów giełdowych,

4) uwarunkowania dobrobytu w sferze realnej.

W każdym z nurtów Habilitantka opublikowała po kilka artykułów naukowych.

Badania habilitantki z pierwszego obszaru wykazały między innymi, że stopień zagrożenia, poziom ryzyka ani skuteczność zapobiegania zagrożeniom nie wpływają na decyzje o unikaniu informacji o ryzyku. Natomiast umiejscowienie kontroli i przewidywana reakcja emocjonalna są predyktorami unikania informacji o ryzyku finansowym.

Badania z drugiego obszaru wykazały między innymi, że koncentracja rynkowa jest związana z wyższymi wynikami ekonomicznymi badanych przedsiębiorstw, natomiast nie przekłada się na koncentrację na rynku akcji, ani na zróżnicowanie poziomu relacji inwestorskich w spółkach.

Badania obejmujące trzeci obszar opisane są zarówno w artykułach naukowych jak i w monografii. W jednym z badań (*Financial Determinants of Corporate Reputation: A Short-Term Approach*, 2016) Habilitantka wykazała, że najważniejszymi determinantami reputacji przedsiębiorstw w sektorze budowlanym są stabilność oraz poziom rentowności, natomiast w sektorze IT – stabilność oraz poziom ryzyka finansowego.

W czwartym obszarze badawczym Habilitantka analizowała między innymi wpływ czynników historyczno-politycznych oraz geograficznych na strukturę aktywności gospodarczej państw europejskich oraz na poziom ich dobrobytu.

W bazie Google Scholar pojawia się 109 cytowań prac naukowych Autorki, jej h-indeks wynosi 7 (stan na 14 listopada 2019 roku).

W dorobku naukowym Habilitantki znajdują się między innymi:

- dwie monografie naukowe,
- osiem rozdziałów w monografiach,
- jeden artykuł opublikowany w czasopiśmie z *Impact Factorem*,
- siedemnaście artykułów naukowych opublikowanych w czasopismach z listy B Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego.

Habilitantka uczestniczyła w 15 międzynarodowych konferencjach oraz 10 ogólnopolskich; recenzowała liczne artykuły w czasopismach międzynarodowych.

Habilitantka kierowała lub brała udział w ośmiu projektach naukowych. Otrzymała wiele nagród i wyróżnień.

Opinia i uwagi recenzenta:

1. Autorka prowadziła badania w czterech różnych obszarach zakończonych publikacjami w pismach naukowych.
2. Habilitantka wraz ze współpracownikami wniosła znaczący wkład w rozwój finansów behawioralnych w Polsce.
3. Podstawą wniosku habilitacyjnego dr. Anny Blajer-Gołębiowskiej jest monografia naukowa pt.: „Reputacja przedsiębiorstwa a zachowania inwestorów giełdowych” wydana w 2019 roku przez Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.

Autorka przeprowadziła niezwykle obszerne i interesujące badanie empiryczne, oparte nie tylko na danych deklaratywnych, ale na rzeczywistych wyborach podejmowanych przez uczestników eksperymentu. Stanowi to istotny, pozytywny walor rozprawy habilitacyjnej. Wyniki badania omówione są przejrzysto i szczegółowo.

Mam pewne zastrzeżenia w stosunku do sposobu w jaki Autorka formułuje hipotezy badawcze w swojej rozprawie habilitacyjnej. Już podstawowa hipoteza badawcza budzi wątpliwości. Przypomnę - brzmi ona: „Uwzględnienie wpływu reputacji na zachowania inwestorów giełdowych, a także czynników społecznych i psychologicznych kształtujących te relacje może wzbogacić dotychczasowe teorie dotyczące podejmowania decyzji na rynku akcji”. Hipoteza ta jest wielowątkowa, niekierunkowa i co gorsze, wydaje się niefalsyfikowalna. Autorka badania powinna była odpowiedzieć sobie na pytanie, jakie wyniki badań pozwoliłyby na odrzucenie tej hipotezy. Mam wrażenie, że żadne. Tymczasem to właśnie ta właściwość hipotezy czyni ją naukową. Na szczęście hipotezy szczegółowe wyglądają znacznie lepiej pod względem ich falsyfikowalności. Niemniej każda z hipotez szczegółowych powinna wynikać z jakiejś teorii. Autorka pozostawia czytelnikowi domyslenie się dlaczego formułuje właśnie takie hipotezy szczegółowe. Wprawdzie rzetelnie omawia stosowną literaturę przedmiotu, ale nie odnosi jej do formułowanych przez siebie hipotez. Pisze jedynie, że model na którym oparła swoje badanie zakłada, że inwestor rozróżnia dwa rodzaje reputacji przedsiębiorstwa Pierwszy

oparty na jego własnych spostrzeżeniach i osądach dotyczących spółki, a drugi oparty na obserwacjach innych podmiotów.

Tymczasem, jeśli nie podaje się ścisłego związku pomiędzy dotychczasową teorią a formułowaną hipotezą badawczą, łatwo narazić się na zarzut tzw. HARK, czyli „Hypotheses (formulated) After Results (are) Known”. W przypadku omawianej monografii czytelnik na szczęście jest w stanie domyślić się intencji Badaczki, ale brakuje stosownego objaśnienia. Można zatem żałować, że tak obszerny eksperyment nie został wyposażony w silniejsze pod względem teoretycznym hipotezy.

4. W końcowej części pracy (str. 232) Autorka przedstawia nowy model wpływu reputacji przedsiębiorstwa na zachowania inwestorów giełdowych. Model ten nie wydaje się szczególnie przejrzysty i wymagałby bardziej szczegółowego omówienia i objaśnienia.
5. Konkluzje z badań Habilitantki przedstawione w rozprawie można krótko przedstawić w następujący sposób: Efekt indywidualnej oceny reputacji nie ma istotnego wpływu na zachowania inwestorów na rynku papierów wartościowych. Reputacja społeczna wpływa na skłonność lub awersję do inwestowania. Istotne są pozytywne rekomendacje analityków giełdowych oraz zachowania stadne.

W końcowej części swojej pracy Autorka dodaje kilka zdań: „Więcej pieniędzy są skłonni zainwestować w akcje spółki inwestorzy o dużej potrzebie poznania, racjonalni, o analitycznym sposobie myślenia, co może wynikać z pozytywnego obrazu spółki przedstawionego na początku badania. Jeżeli początkowo zainwestowali oni więcej w akcje spółki, to pomimo otrzymania kolejnej kwoty pieniędzy inwestują mniej niż pozostali badani. Natomiast nagła, niespodziewana zmiana ceny akcji sprawia, że reputacja spółki w społeczeństwie przestaje być istotna. Może to jednak wynikać z czasu trwania badania, który nie pozwolił na zbudowanie stabilnej oceny reputacji spółki”. (str. 233) Takie zakończenie monografii naukowej nie wydaje się zbyt przyjazne dla czytelnika. Chciałby on bowiem otrzymać jasno przedstawione, mocne wyniki badań, wnioski z nich płynące i ewentualne zalecenia praktyczne.

6. Uwzględnivszy powyższe uwagi, dorobek naukowy Habilitantki oceniam wysoko.

Pozostałe aktywności Habilitantki

Habilitantka prowadzi liczne zajęcia z zakresu ekonomii oraz finansów na studiach stacjonarnych i niestacjonarnych zarówno w języku polskim, jak i angielskim. Ponadto prowadzi seminaria

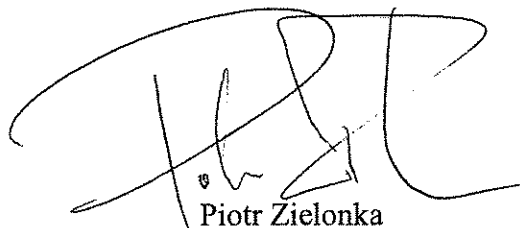
magisterskie ma specjalności Finanse w przedsiębiorstwach. Jest autorką sylabusów i programów zajęć oraz rozlicznych materiałów dydaktycznych w języku polskim i angielskim.

Habilitantka nie stroni od działalności organizacyjnej. Jest opiekunką specjalności „Finanse w przedsiębiorstwach” na studiach magisterskich Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego. Kieruje kursem podyplomowym „Diploma in Accounting and Business” na tymże wydziale. Współorganizuje liczne konferencje i szkolenia.

W 2015 roku dr Anna Blajer-Gołębiewska otrzymała wyróżnienie za osiągnięcia dydaktyczne w konkursie Nauczyciel Roku im. Krzysztofa Celestyna Mrongowiusza.

Dorobek naukowy dr. Anny Blajer-Gołębiewskiej jest znaczący. Habilitantka może być uznana za eksperta w dziedzinie ekonomii behawioralnej. Pozytywnie oceniam zarówno działalność naukową Habilitantki, jak również jej aktywność dydaktyczną oraz aktywność organizacyjną. Dorobek dr. Anny Blajer-Gołębiewskiej spełnia kryteria sformułowane w stosownym rozporządzeniu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego.

Podsumowując moją pozytywną recenzję, wnoszę o nadanie dr. Annie Blajer-Gołębiewskiej stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia.



Piotr Zielonka