

RECENZJA

rozprawy doktorskiej mgr. Katarzyny Daniluk pt. „ESG Investing and Passive Fund Management

Tracking Ability of Passive ESG Equity Exchange-Traded Funds”

napisanej pod kierunkiem dr hab. Tomasza Miziołka, prof. UŁ oraz dr Ewy Feder -
Sempach

1. Podstawa sporządzenia recenzji

Recenzję sporządzono na podstawie pisma Przewodniczącej Komisji Uniwersytetu Łódzkiego ds. stopni naukowych, dr hab. Ewy Kusideł, prof. UŁ, z dnia 15.09.2025 r., dotyczącego powierzenia mi obowiązków recenzentki rozprawy doktorskiej przygotowanej przez mgr. Katarzynę Daniluk.

2. Ocena wyboru tematyki badawczej, sformułowania tematu rozprawy, celów oraz hipotez badawczych

Tematyka badawcza recenzowanej pracy doktorskiej mieści się w polu badawczym dyscypliny ekonomia i finanse.

Problem badawczy, sformułowany przez Autorkę, brzmi następująco: *the impact of ESG integration on the tracking ability of passive equity ETFs* (s. 5). W poprzedzających akapitach Autorka uszczegółowiła użyte sformułowanie *ESG integration*, pisząc o *incorporation of ESG criteria into index construction* oraz *implementation of ESG filters within index methodologies*. Można zatem uznać, iż problem badawczy dysertacji został sformułowany poprawnie. Problem badawczy ściśle koresponduje z tytułem pracy („*ESG Investing and Passive Fund Management. Tracking Ability of Passive ESG Equity Exchange-Traded Funds*”).

Zagadnienie badawcze, podjęte przez Autorkę, jest ważne i aktualne ze względu na rosnące znaczenie tematyki zrównoważonego rozwoju w ekonomii i finansach. Zrównoważone

inwestowanie jest efektem zmian zachodzących na świecie i odzwierciedla megatrendy (zob. s. 63). Wzrost roli zrównoważonego inwestowania przejawia się w m.in. rosnącą liczbą funduszy inwestycyjnych spełniających kryteria ESG, co można obserwować także na rynku europejskim (zob. rys.14, s. 123).

Pomimo dynamicznego wzrostu liczby pasywnych funduszy ESG, badania dotyczące ich zdolności naśladowania indeksu referencyjnego są nieliczne. Dotychczasowe badania prowadzone w tym obszarze były ograniczone terytorialnie lub czasowo, ponadto nie zawierały pogłębionej analizy dotyczącej czynników wpływających na zdolność naśladowania indeksów, co podkreśla Doktorantka identyfikując w ten sposób lukę badawczą (s. 6, 7).

Podjęcie więc sformułowanego w rozprawie problemu badawczego jest w pełni uzasadnione zidentyfikowaną przez Autorkę luką badawczą.

Cele badawcze oraz hipotezy ściśle odzwierciedlają dostrzeżoną lukę badawczą.

Główny cel badawczy pracy został sformułowany następująco: *to evaluate and compare the tracking ability of passive ESG equity ETFs listed on European exchanges, in relation to their non-ESG counterparts, and to identify the key factors affecting replication quality* (s. 7). Został on sformułowany w sposób jednoznaczny i precyzyjny.

Oprócz celu głównego Doktorantka sformułowała trzy cele szczegółowe rozprawy (s.7):

1. *To compare the quality of index replication between ESG and non-ESG passive equity ETFs listed on European exchanges.*
2. *To examine the impact of fund total expense ratio (TER), assets under management (AUM), age, and benchmark volatility on the index replication quality of passive broad market ESG equity ETFs listed on European exchanges, and their non-ESG counterparts.*
3. *To assess whether the impact of these factors on tracking error differs between passive broad market ESG equity ETFs listed on European exchanges and their non-ESG counterparts.*

Zostały one sformułowane prawidłowo i są spójne z celem głównym pracy.

Nawiązując do konkretnych pozycji literaturowych przeprowadzonej kwerendy i odnosząc się do wyników dotychczasowych badań o zbliżonej tematyce, Autorka rozprawy sformułowała hipotezy badawcze, które odpowiednio zhierarchizowała, wyróżniając dwie hipotezy główne i pięć hipotez szczegółowych.

Dwie główne hipotezy badawcze odnoszą się bezpośrednio do celu głównego pracy i brzmią następująco (s.7, 8):

H1: *Passive ESG equity ETFs listed on European exchanges exhibit significantly different tracking errors compared to their non-ESG counterparts.*

H2: *The determinants of tracking error differ between passive ESG equity ETFs listed on European exchanges and their non-ESG counterparts.*

Hipotezy szczegółowe odnoszą się głównie do drugiego celu szczegółowego pracy i zostały sformułowane następująco (s. 8):

HS1: *Tracking errors of both ESG and non-ESG passive equity ETFs listed on European exchanges exhibit an autoregressive pattern.*

HS2: *There is a positive relationship between the total expense ratio (TER) and the tracking error of both ESG, and non-ESG passive equity ETFs listed on European exchanges.*

HS3: *There is a negative relationship between assets under management (AUM) and the tracking error of both ESG and non-ESG passive equity ETFs listed on European exchanges.*

HS4: *There is a negative relationship between fund age and the tracking error of both ESG and non-ESG passive equity ETFs listed on European exchanges.*

HS5: *There is a positive relationship between benchmark volatility and the tracking error of both ESG and non-ESG passive equity ETFs listed on European exchanges.*

Zarówno hipotezy główne, jak i szczegółowe zostały sformułowane prawidłowo, w sposób precyzyjny i jednoznaczny, spełniając tym samym kryterium możliwości ich weryfikacji.

Warto zaznaczyć, iż problematyka badawcza poruszona w rozprawie ma nie tylko wymiar naukowy, ale także praktyczny, gdyż brak badań dotyczących wpływu uwzględniania kryteriów ESG przez pasywne fundusze akcyjne ETF na ich zdolność naśladowania indeksu referencyjnego może być jednym z czynników ograniczających popularność pasywnych funduszy ESG (s. 6).

Podsumowując, stwierdzam, iż wybór tematyki badań oraz zakres badań określony sformułowanymi przez Doktorantkę celami oraz hipotezami badawczymi są uzasadnione i trafne. Rozpatrywane w dysertacji zagadnienia są aktualne w związku z permanentnym rozwojem rynku funduszy ETF oraz rosnącą wagą ESG.

3. Struktura i ocena merytoryczna pracy

Oprócz tematu pracy, sformułowanych celów i hipotez badawczych oraz użytej metody badawczej na jakość pracy naukowej wpływa struktura pracy. Na zasadniczą treść rozprawy składają się: wstęp, cztery rozdziały oraz zakończenie.

We wstępie („Introduction”) Autorka zwięźle i precyzyjnie wyjaśnia przesłanki wyboru tematyki badawczej oraz ustala ramy pracy na tle kluczowych zagadnień wynikających z

przeprowadzonego przeglądu literatury poprzez sformułowanie celów i hipotez badawczych. Określa także metody i narzędzia badawcze oraz wskazuje dylematy i ograniczenia badawcze dotyczące doboru próby oraz wyboru okresu badawczego. Ponadto wskazuje na kontrybucję przeprowadzonych badań oraz charakteryzuje zawartość poszczególnych rozdziałów.

Pierwszy rozdział Autorka poświęciła omówieniu wybranych zagadnień związanych z pasywnym zarządzaniem portfelem. Opisała w nim podstawy teorii portfela, modele rynku kapitałowego oraz hipotezę efektywnego rynku. W kolejnej sekcji zawarła przegląd badań dotyczących aktywnego i pasywnego inwestowania, przeanalizowała znaczenie kosztów dla sukcesu pasywnego inwestowania oraz prześledziła rosnącą popularność pasywnego inwestowania. Ostatnia część rozdziału dotyczy indeksów referencyjnych dla funduszy zarządzanych pasywnie. Autorka przedstawiła w niej szerszy kontekst zastosowania indeksów rynków finansowych, wyjaśniła sposób konstruowania indeksów referencyjnych oraz scharakteryzowała branżę indeksową.

Rozdział drugi pracy dotyczy inwestowania ESG. W pierwszej części rozdziału Autorka podjęła próbę usystematyzowania terminologii, pojęć i strategii związanych z inwestowaniem ESG. Następnie dokonała syntezy idei leżących u podstaw akronimu ESG i scharakteryzowała wymiary ESG. W kolejnej części zawarła przegląd kluczowych inicjatyw ESG, które napędzały rozwój branży ESG. Następny podrozdział poświęciła teoretycznym podstawom wyników i ryzyka inwestycji ESG oraz przeglądowi literatury dotyczącej stopom zwrotu z inwestycji ESG. W ostatniej części rozdziału skupiła się na cechach pasywnego podejścia do inwestycji ESG, leżącego u podstaw pasywnych funduszy ETF ESG, oraz przeglądzie literatury o tej tematyce.

Trzeci rozdział pracy poświęcony jest funduszom ETF i ich zdolności do naśladowania indeksów. W pierwszej części rozdziału Doktorantka usystematyzowała i scharakteryzowała podstawowe aspekty funkcjonowania funduszy ETF. Rozważaniami objęła funkcjonowanie funduszy ETF, metody replikacji indeksów stosowane przez fundusze zarządzane pasywnie, zagadnienie wyceny funduszy ETF oraz płynności tytułów uczestnictwa. W kolejnej części rozdziału zamieściła przegląd literatury dotyczącej korzyści płynących z funduszy ETF, tj. dywersyfikacji, niskich kosztów, elastyczności obrotu, przejrzystości i uniwersalności tego instrumentu. W ostatniej sekcji zawarła przegląd literatury dotyczącej zdolności funduszy ETF do naśladowania indeksów referencyjnych. Przedstawiła w niej różne metody pomiaru zdolności naśladowania indeksów, istniejące badania na ten temat oraz czynniki determinujące tę zdolność.

Przyjęty układ części teoretycznej pracy oraz jej zawartość oceniam zdecydowanie pozytywnie. Zastosowana konstrukcja pracy umożliwiła ukazanie problematyki badawczej w sposób klarowny i uporządkowany. Jest to wynikiem bardzo dużej wiedzy Autorki w obszarze poruszanej tematyki oraz jej umiejętności strukturyzowania problemów. Zarówno wstęp pracy, jak i treść zawarta w rozdziałach 1 – 3 cechuje klarowność i logiczny tok wywodu. Rozważania są spójne, celowe, pogłębione i całościowe, oparte na wzorcowo przeprowadzonym przeglądzie literatury.

Kluczowy dla realizacji celów pracy jest rozdział czwarty, poświęcony prezentacji przeprowadzonego badania empirycznego. Rozdział ten cechuje starannie zaplanowana struktura, właściwa dla części badawczej pracy.

W podrozdziale „Research Design and Methods” Autorka szeroko i wyczerpująco wyjaśniła istotne kwestie dotyczące zakresu badań i próby badawczej. Po pierwsze, wskazała racjonalne przesłanki wyboru europejskiego rynku ETF jako przyjętego zakresu przedmiotowego. Po drugie, szczegółowo uzasadniła optymalny charakter przyjętego okresu badawczego (1.01.2021 – 30.06.2024). Jednocześnie precyzyjnie sformułowała strategię doboru próby w postaci przyjętych kryteriów włączających i wyłączających. Za bardzo wartościowy należy uznać, zaprezentowany w postaci schematu (rysunek 14) proces selekcji funduszy. Umożliwia on śledzenie zmniejszania się liczby ETF z początkowej (bazowej) próby wraz z zastosowaniem przez badaczkę kolejnych kryteriów wykluczających. Pozwala także porównać zmieniającą się liczebność dwóch podprób: ESG ETF i non - ESG ETF. W tym podrozdziale Doktorantka ponadto:

- wskazała źródło danych (Bloomberg Terminal) uzasadniając swój wybór jego charakterystyką,
- opisała zmienne przyjęte w badaniu (tabela 12),
- klarownie przedstawiła etapy badania i zastosowane metody.

W podrozdziale „Research Sample Characteristics” przyjęta w badaniu próba została opisana oraz poddana analizie z użyciem parametrów rozkładu. Przeprowadzono także odpowiednie testy statystyczne dotyczące normalności rozkładów a także różnic między rozkładami ESG i rozkładami non-ESG (walorem pracy są także zamieszczone wykresy rozkładów). Wyniki testów zostały odpowiednio podsumowane.

W podrozdziale „Empirical Results and Discussion” zaprezentowano wyniki kalkulacji i przeprowadzonych testów statystycznych. Poszczególne części tego podrozdziału w uporządkowany sposób prezentują warsztat badawczy, jakim posługiwała się Autorka dążąc do sformułowania wniosków dotyczących decyzji o odrzuceniu poszczególnych hipotez lub braku

podstaw do ich odrzucenia. Wyniki licznych testów statystycznych (ok. 20) zostały uzupełnione adekwatnymi analizami wykresów rozkładów oraz wykresów rozrzutu, całość została ujęta w logicznym toku wyводу. Jest to bardzo interesująca część pracy, wskazująca na wnikliwość badawczą Autorki oraz świadcząca o jej dojrzałości naukowej. Umiejętnie zastosowane przez Doktorantkę metody ilościowe pozwoliły jej rzetelnie i szczegółowo przeprowadzić zaprojektowane badanie. Dodatkowym walorem tej części pracy jest pojawiający się w rozważaniach element dyskusji naukowej związany z różnorodnością podejść zastosowanych przez Autorkę i zróżnicowaniem uzyskanych w nich wyników.

Część empiryczną pracy finalizuje podrozdział „Discussion”, w którym Autorka sformułowała wnioski odnoszące się do postawionych wcześniej hipotez badawczych. Ponadto wskazała na autorską kontrybucję w badania dotyczące funduszy ETF, odnosząc uzyskane rezultaty do wcześniejszych badań.

Dysertację wieńczy kilkustronicowa część „Conclusion”, w której Doktorantka zwięźle podsumowała wyniki przeprowadzonych badań oraz wskazała ich zarówno teoretyczny jak i aplikacyjny charakter, uwzględniając różne podmioty związane z rynkiem ETF (inwestorów, dystrybutorów, prawodawców). Ponadto odniosła się do ograniczeń cechujących przeprowadzone badanie, wynikających z przyjętej strategii badawczej, w szczególności – doboru próby badawczej. Wskazała także obszary badawcze wymagające dalszej eksploracji.

4. Strona formalna i redakcyjna rozprawy

Recenzowana rozprawa liczy 183 strony maszynopisu, zawiera 50 tabel, 26 rysunków. Doktorantka łącznie wykorzystała ponad 300 pozycji literaturowych. Pod względem ilościowym należy pozytywnie ocenić taki wynik. Również pod względem jakościowym przeprowadzona kwerenda całkowicie spełnia wymogi rozprawy doktorskiej. Wykorzystana literatura jest zdywersyfikowana pod względem rodzaju publikacji. Zdecydowaną większość stanowią recenzowane artykuły naukowe opublikowane w czasopismach indeksowanych w międzynarodowych bazach naukowych. Doktorantka wykorzystała w pracy również pozycje zwarte, raporty, dokumenty oraz źródła internetowe. Wszystkie pozycje są obcojęzyczne. Doktorantka dokonując przeglądu literatury przyjęła szeroki horyzont czasowy, wykorzystując zarówno literaturę najnowszą z ostatnich kilku lat, jak i opracowania starsze, których wykorzystanie należy uznać za uzasadnione.

Praca została zredagowana wyjątkowo starannie, wzorcowo.

5. Konkluzja

Po zapoznaniu się z rozprawą doktorską mgr Katarzyny Daniluk, stwierdzam, że dysertacja ta w pełni spełnia wymagania stawiane pracom doktorskim w dyscyplinie ekonomia i finanse. Doktorantka zaprezentowała w niej posiadaną wiedzę teoretyczną w dyscyplinie ekonomia i finanse. Recenzowana rozprawa jest ważnym i oryginalnym opracowaniem dotyczącym funkcjonowania akcyjnych ESG ETF (stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego). Dysertacja świadczy o umiejętności Doktorantki samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Zaprezentowane w ostatnim rozdziale rozprawy wyniki przeprowadzonych badań stanowią ważny i zauważalny wkład Autorki w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse. Moja ocena niniejszej rozprawy doktorskiej jest jednoznacznie pozytywna.

W związku z tym wnoszę o dopuszczenie mgr Katarzyny Daniluk do dalszych etapów przewodu doktorskiego, prowadzących do nadania jej stopnia doktora nauk ekonomicznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Ponadto, wnioskuję o wyróżnienie dysertacji mgr Katarzyny Daniluk. Wniosek ten uzasadniam stwierdzonymi ponadprzeciętnymi umiejętnościami badawczymi Doktorantki.

Przejawiają się one, po pierwsze, w ponadprzeciętnej zdolności porządkowania wielowątkowych rozważań, o której świadczą: konstrukcja pracy, sformułowane cele oraz hipotezy badawcze, a także klarowny i logiczny tok wywodu cechujący całą pracę.

Drugą umiejętnością, zasługującą na wyróżnienie, jest precyzyjność językowa. Sformułowania użyte przez Autorkę są jednoznaczne i nie budzą wątpliwości.

Po trzecie, atut rozprawy stanowi profesjonalnie sporządzony, szeroki przegląd literatury w języku angielskim.

Kolejnym elementem zasługującym na wyróżnienie jest przyjęta strategia badawcza (dobór próby, metod ilościowych, podejść).

Ponadto szczegółowe analizy empiryczne zaprezentowane w części badawczej pracy, wzbogacone o element dyskursu naukowego (związany z różnorodnością podejść zastosowanych przez Autorkę i zróżnicowaniem uzyskanych w nich wyników) znamionują wnikliwość badawczą Autorki oraz świadczą o jej ponadprzeciętnej dojrzałości naukowej.

Wysoka jakość redakcyjna opracowania świadczy o szacunku dla czytelnika.

I. Dittmann