

Prof. dr hab. inż. Sabina Żróbek, prof. zw.

Olsztyn, dnia 24.08.2017 r.

Wydział Geodezji, Inżynierii Przestrzennej i Budownictwa  
Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie

## **R e c e n z j a**

**rozprawy doktorskiej mgr Anny Horseckiej nt.:**

*Analiza i diagnoza wpływu działalności funduszy emerytalnych*

*na rozwój rynku nieruchomości*

**opracowana na zlecenie Dziekana Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania**

**Uniwersytetu Szczecińskiego**

### **1. Formalna charakterystyka pracy**

Promotorem przedłożonej do oceny rozprawy doktorskiej mgr Anny Horseckiej nt.: *Analiza i diagnoza wpływu działalności funduszy emerytalnych na rozwój rynku nieruchomości* był prof. zw. dr hab. Józef Hozer.

Rozprawę stanowi opracowanie, którego treść łącznie z abstractem, spisem literatury, spisami tablic, wykresów i rysunków oraz aneksem zawarto na 318 ponumerowanych stronach. Merytoryczna, główna część pracy (zajmująca 287 stron) poprzedzona *Wstępem* została podzielona na 9 zanumerowanych rozdziałów, z których pierwsze 4 mają charakter przeglądowy, a w 5 kolejnych Autorka zawarła opis przyjętych metod badawczych, przebieg zaplanowanych analiz i otrzymanych wyników. Całość zamyka rozdział *Zakończenie*. Układ pracy jest właściwy, przystosowany do etapów i zakresu prowadzonych badań, a tytuły rozdziałów dobrze oddają ich treść.

Spis literatury zawiera 124 pozycje, w tym 43 obcojęzyczne ściśle dotyczące przedmiotu badań. Są to zarówno opracowania podręcznikowe i artykuły naukowe autorów polskich i zagranicznych, jak i dotyczące wyników analiz przeprowadzonych przez różne instytuty badawcze dotyczące funduszy inwestycyjnych, systemów emerytalnych i inwestowania na rynku nieruchomości dostępne na stronach internetowych. W przeważającej większości są to

opracowania nowe, powstałe w okresie, który został objęty badaniami przez Doktorantkę. Jest to istotne ze względu na korelację warunków ekonomiczno-politycznych z działalnością funduszy emerytalnych i stanem rynku nieruchomości. Zatem dobór i wykorzystanie materiałów źródłowych oceniam pozytywnie. Pewne zdziwienie budzi natomiast fakt, iż wśród bogatego wykazu literatury nie znalazła się żadna publikacja Autorki rozprawy.

Pod względem edytorskim praca nie budzi żadnych zastrzeżeń. Na uwagę zasługują zawarte w pracy starannie przygotowane liczne tabele, rysunki i załączniki.

Poprawność gramatyczna oraz umiejętność łączenia wiedzy pochodzącej z różnych źródeł powodują, że pracę traktującą o specjalistycznych zawiłościach funduszy emerytalnych, stanowiących element skomplikowanego systemu finansowego i nie mniej złożonego rynku nieruchomości, czyta się z zainteresowaniem.

## **2. Aktualność problemu badawczego, sformułowanej hipotezy i ich zgodności z tytułem rozprawy**

Autorka rozprawy za główny cel swoich badań przyjęła *zdiagnozowanie rzeczywistego i potencjalnego wpływu funduszy emerytalnych na rynek nieruchomości* stawiając hipotezę, że *Fundusze emerytalne są kluczowymi inwestorami instytucjonalnymi i jako takie mogą mieć odpowiadający ich roli wpływ na rynek nieruchomości.*

Tym założeniom wyjściowym podporządkowała analizę literatury i badania praktyczne. Z przytoczonego w rozprawie bogatego przeglądu dotychczasowych opracowań wynika, że tematyka systemu emerytalnego, którego elementem składowym są fundusze emerytalne nie jest zagadnieniem nowym. Niedocenionym jak dotąd w badaniach naukowych i opracowaniach analityków jest natomiast zagadnienie interakcji pomiędzy funduszami emerytalnymi a rynkiem nieruchomości. Lukę tę słusznie zauważyła Autorka rozprawy.

Podjęta w pracy próba wykrycia i opisanie tych zależności stanowi ważny element zasadniczego problemu badawczego, jakim jest cel nadrzędny funkcjonowania tych funduszy – eliminacja lub minimalizacja ryzyka utraty zabezpieczenia ekonomicznego emerytów. Jednymi z takich zabezpieczeń mogą być nieruchomości. Dotychczas opublikowane wyniki badań rynku nieruchomości koncentrowały się głównie na analizie dynamiki zmian cen nieruchomości o różnym przeznaczeniu, czynnikach kształtujących ich wartość rynkową, a także na zagadnieniach metodycznych ich wyceny. Rynek nieruchomości analizowano

głównie w kontekście liczby oddanych nowych obiektów budowlanych i lokali, liczby transakcji kupna/sprzedazy, bądź pod kątem efektywności inwestycji deweloperskich.

Zatem zważywszy na rangę społeczną problematyki zabezpieczenia emerytalnego i małe rozpoznanie w tym systemie zagadnień rynku nieruchomości podjęty problem badawczy należy uznać za ważny i aktualny.

***Cel badań i postawiona hipoteza zostały sformułowane poprawnie i pozostają w zgodności z tytułem rozprawy.***

### **3. Analiza i ocena przebiegu badań i uzyskanych rezultatów**

Okres czasowy badań obejmuje lata 1970-2015, z tym, że konkretne przedziały czasowe, z których analizowano dane i dokonywano porównań uzależnione były od rodzaju badanego zjawiska i możliwości Autorki pozyskania danych przydatnych do analizy. Istotnym powodem był także fakt, że zakresem analiz objęto systemy emerytalne i rynki nieruchomości wielu krajów świata.

**W Rozdziale 1** rozprawy Doktorantka omówiła wybrane czynniki makroekonomiczne wpływające na poziom rozwoju rynku nieruchomości i sektora funduszy emerytalnych, do których zaliczyła: model i poziom rozwoju gospodarczego, model systemu finansowego ze szczególnym uwzględnieniem rynku kapitałowego, poziom inflacji i bezrobocia, cykle koniunkturalne, zagadnienia dotyczące ryzyka, politykę społeczną i problematykę demograficzną. W tym celu wykorzystwała wielopłaszczyznowe dane statystyczne, głównie udostępniane na stronach internetowych Eurostat, Narodowego Banku Polskiego, GUS zarówno w ujęciu globalnym, jak i wybranej grupy krajów lub regionów. Na tym tle omówiono pozycję Polski, czasem z rozbiciem na poszczególne województwa. Dla tematu rozprawy najważniejszym wydają się być analizy prognoz demograficznych dla naszego kraju i sformułowane na stronie 38 rozprawy te rodzaje trendów, które mogą wpływać na przestrzenny i rodzajowy charakter rynku nieruchomości. Pozytywnie oceniam także odniesienia Doktorantki do aktualnej sytuacji politycznej i gospodarczej świata (np. kwestia Brexit). Tematyka ryzyka, jego pojmowania i kierunku jego wpływu na skutek podejmowanych działań, tak niejednoznacznie definiowana w przytoczonych pozycjach literatury, również nie ułatwiła pracy Doktorantce. *Oczekiwałabym ustosunkowania się do tej kwestii podczas obrony rozprawy.*

Rynkowi nieruchomości jako miejscu lokowania kapitału poświęcony jest **rozdział 2** rozprawy. Doktorantka przytoczyła w nim opracowania polskich „klasyków” rynku nieruchomości (m.in. Kałkowskiego, Łaszka, Kucharskiej-Stasiak, Bryxa, Hozera), ale sięgnęła też po opracowania nowsze (np. Siemińskiej, Foryś, Głównki) i opracowania zagraniczne. Słusznie zwróciła szczególną uwagę na kondycję rynku budowlanego i problem upadłości firm budowlanych oraz na podatność sektora mieszkaniowego na tworzenie się baniek cenowych, bowiem ten sektor cechuje się dużym zaangażowaniem sektora finansowego. W rozdziale tym Doktorantka dokonała również dogłębnej charakterystyki nieruchomości przytaczając jej zalety i wady jako przedmiotu inwestowania. Czasem bezkrytycznie przenosiła stwierdzenia innych autorów, np. należałoby uwzględnić na rysunku 2.7 na str. 47 rozprawy, że nieruchomości zabudowane to też nieruchomości gruntowe, a nieruchomości budynkowe i nieruchomości lokalowe nie są nieruchomościami zabudowanymi. Lepiej w tej sytuacji byłoby skorzystać z definicji nieruchomości zawartych w Kodeksie Cywilnym. Podobnie jak rozpatrywanie treści prawa własności należałoby rozpocząć od unormowań zawartych w przepisach prawa (str. 52). Również stwierdzenia o niepodzielności nieruchomości i traktowanie tej cechy jako istotnej wady są zbyt kategoryczne (str. 66, 78). Należałoby wyjaśnić, kiedy ta cecha może mieć znaczenie. Natomiast za „miętko” zostały wyeksponowane uwarunkowania prawne (tzw. wady prawne), które mogą ograniczać lub wręcz wykluczyć daną nieruchomość jako przedmiot inwestowania. Zagadnienia te regulują właściwe przepisy prawa. Autorka część z nich wymienia dopiero w dalszej części pracy –str. 137.

**W rozdziale 3** Doktorantka wnikliwie zbadała sektor funduszy emerytalnych oraz oceniła poziom ich zaangażowania w inwestycje na rynku nieruchomości. Są to ważne rozważania ściśle dotyczące tematu rozprawy. Właściwie wybrane dane statystyczne i ich czytelna analiza zaprezentowana w formie tabelarycznej i graficznej jeszcze raz podkreśla potrzebę kompleksowego spojrzenia na problem zabezpieczenia emerytalnego wielu osób. Istotnym jest podkreślenie, że inwestorzy instytucjonalni poszukują rynków zapewniających oczekiwany poziom płynności, bezpieczeństwo obrotu, niskie koszty transakcyjne, a następnie porównanie tych oczekiwań inwestorów z cechami portfela nieruchomości i problematyką jego wyceny. Problem wyceny nieruchomości i jej wiarygodności sam w sobie może stanowić przedmiot rozważań naukowych.

**Rozdział 4** poświęcony jest wyłącznie inwestycjom polskich funduszy emerytalnych w ujęciu historycznym. Doktorantka zawarła w nim najbardziej istotne kwestie ewolucji polskiego

systemu emerytalnego odnosząc się w rozdziale 4.5 bezpośrednio do rynku nieruchomości. Skromnym przejawem włączenia tego majątku do systemu były inwestycje w akcje spółek budowlanych, deweloperskich oraz obligacje drogowe i listy zastawne. Analizy te zamykają obszerną, bo aż 142 stronicową (czasem może zbyt szczegółową) część pracy opartą na danych historycznych.

**Rozdział 5** rozprawy jest rzetelnym wprowadzeniem do części empirycznej. Zbędnym jedynie było powtórzenie w nim treści zaprezentowanych we *Wstępie*. Autorka przekonywująco uzasadniła w nim wybór metod badawczych – metody opartej na przyczynowo-skutkowej analizie dynamicznej i porównawczej oraz metody eksperckiej. Wykaz 11 zmiennych, które poddano analizie statystycznej zamieszczono na str. 149 rozprawy, a na kolejnych stronach przedstawiono w sposób szczegółowy zasady i założenia zaplanowanych obliczeń i analiz. Dane liczbowe do analizy zgromadzono z wielu źródeł, głównie z baz danych OECD. Autorka stwierdziła (str. 150), że uwzględnianie cen transakcyjnych nieruchomości zarówno z rynku pierwotnego jak i rynku wtórnego pozwala odzwierciedlić utratę wartości nieruchomości z uwagi na upływ czasu. Stwierdzenie to wymaga szerszego uzasadnienia, w jakich okolicznościach taka możliwość istnieje. W badaniach rynków rozwiniętych kryzys 2008 roku został potraktowany jako immanentny element funkcjonowania rynku nieruchomości. Jest to ciekawe założenie odbiegające od typowych zachowań wielu analityków rynku, którzy okresy badawcze dzielą zwykle na te przed i po kryzysie.

**Rozdział 6** rozprawy zawiera wyniki przeprowadzonych badań w zakresie stanu i struktury inwestycji funduszy emerytalnych na rynku nieruchomości. W celu porównania, na ile wielkość tych inwestycji jest znacząca na rynku nieruchomości, przeprowadzono zestawienie wartości tych lokat z wartością PKB badanego kraju.

**Kolejny 7 rozdział** przedstawia wyniki badań inwestycji bezpośrednich i pośrednich funduszy emerytalnych na rynkach badanych krajów, także z podziałem na rynki rozwinięte i rynki wybranych krajów OECD, niestety ze względów formalnych (brak danych) analizie nie został poddany rynek polski.

**W rozdziale 8** obecność funduszy emerytalnych na rynku nieruchomości zestawiono z rynkami akcji badanego kraju i długoterminowymi skarbowymi papierami wartościowymi. Zbadano także atrakcyjność inwestycji na rynku mieszkaniowym wybranych krajów, zarówno jeśli chodzi o transfer praw do nieruchomości mieszkaniowych i nieruchomości

komercyjnych, jak i na rynku czynszowym, wynajmu. Skonfrontowano także założenia o antyinflacyjnym charakterze inwestycji na rynku nieruchomości. Podsumowanie wyników tych wielopłaszczyznowych analiz zawiera **rozdział 8.3.11**. W celu sprawdzenia, czy inwestycje w nieruchomości cechuje odporność na inflację Doktorantka przeanalizowała rynki nieruchomości wybranych krajów OECD. Analizie poddano dynamikę indeksu House Price Index w latach 1970-2016 zarówno w ujęciu nominalnym jak i realnym. Badania nie potwierdziły prawdziwości tej tezy w odniesieniu do wszystkich badanych rynków.

Część empiryczna rozprawy zajmuje 31 stron maszynopisu.

Zawiera ona wyniki badania statystycznego opartego o dane zgromadzone w formie kwestionariusza. Respondentami były podmioty opiniotwórcze dla rynku kapitałowego i rynku nieruchomości – praktycy i teoretycy obu tych rynków, w tym także z zagranicy. Udzielone odpowiedzi dotyczyły rynku polskiego oraz rynków krajów aktywności respondentów. Analizą szczegółową objęto odpowiedzi udzielone na 18 zadanych pytań w 82 poprawnie wypełnionych ankietach. W podsumowaniu odpowiedzi Doktorantka stwierdziła, że polski rynek nieruchomości postrzegany jest przez respondentów wciąż jako rozwijający się, a same nieruchomości ich zdaniem nadal są trzecią siłą po akcjach i obligacjach. Z jednej strony można mieć wątpliwość, co do słuszności formułowania wniosków na podstawie niezbyt licznych odpowiedzi (nawet spośród 82 respondentów nie wszyscy udzielili odpowiedzi na każde z pytań), z drugiej strony trudno się nie zgodzić z tą opinią śledząc wyniki analiz opartych na danych liczbowych przedstawionych w pierwszej części rozprawy. Natomiast sprzeczne wzajemnie wydają się stwierdzenia Doktorantki zapisane na str. 270 rozprawy, z których wynika, że za najlepsze inwestycje respondenci uznali na trzecim miejscu nieruchomości handlowe i biurowe (za mieszkalnymi wielorodzinnymi i przemysłowymi) i jednocześnie te same rodzaje nieruchomości zostały wymienione na pierwszym miejscu w kategorii najgorszych.

Niezanumerowany ostatni rozdział rozprawy, zatytułowany „Zakończenie” zawiera najważniejsze konkluzje z przeprowadzonych analiz, stanowiąc jednocześnie podsumowanie rozważań teoretycznych i badań empirycznych. Dobrze, że Doktorantka wykazała dystans do otrzymanych wyników. Zdaje sobie sprawę, że sporządzenie pełnej oceny dotychczasowego funkcjonowania funduszy emerytalnych i na tej podstawie postawienie właściwej diagnozy ich wpływu na rynek nieruchomości jest wielowątkowe i w dużym stopniu uzależnione od właściwej identyfikacji i prognozy innych czynników stanowiących środowisko ich funkcjonowania.

#### 4. Wniosek końcowy

Wyrażam opinię, że recenzowana rozprawa Pani mgr Anny Horseckiej spełnia wymagania stawiane rozprawom doktorskim zgodnie z art. 13 pkt. 1 Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. nr 65, poz. 595 z późn. zm.) w zakresie wykazania się przez Kandydatkę ogólną wiedzą teoretyczną w dyscyplinie naukowej ekonomia oraz umiejętnością samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Doktorantka zaprezentowała się w niej jako osoba posiadająca spory potencjał naukowy i otwarta do podejmowania i konsekwentnego dążenia do rozwiązania trudnych problemów badawczych.

Kończącą pozytywną ocenę rozprawy opieram na następujących argumentach:

1. Podjęty przez Autorkę temat badawczy jest aktualny i istotny zarówno z teoretycznego jak i praktycznego punktu widzenia;
2. W pracy zastosowano czytelny schemat badawczy i poprawnie zastosowano właściwie dobrane metody badawcze uwzględniające cel pracy i postawioną hipotezę badawczą;
3. Rozważania oparte są na bogatym przeglądzie aktualnej literatury i źródeł danych dotyczących omawianego zagadnienia, a ich dobór dowodzi, że Autorka zna osiągnięcia krajowe i zagraniczne w zakresie tematyki objętej rozprawą;
4. Praca ma również wymiar praktyczny polegający na zidentyfikowaniu mocnych i słabych stron nieruchomości jako przedmiotu zainteresowania funduszy emerytalnych, a przez to wskazuje kierunki niezbędnych działań w celu pełniejszego wykorzystania tego wartościowego składnika majątku.

**Wnoszę zatem o dopuszczenie Pani mgr Anny Horseckiej do kolejnych etapów postępowania o nadanie stopnia naukowego doktora nauk ekonomicznych.**

