

dr hab. Julia Koralun-Bereźnicka, prof. UG
Katedra Finansów Przedsiębiorstw
Wydział Zarządzania
Uniwersytet Gdański

Recenzja
rozprawy doktorskiej Pana mgr. Adriana Gawędy
pt. *Wpływ zrównoważonych finansów na wycenę spółek publicznych*

Niniejsza recenzja została sporządzona na prośbę dr hab. Ewy Kusideł, prof. UŁ, Przewodniczącej Komisji Uniwersytetu Łódzkiego ds. stopni naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse, wyrażoną w piśmie z dnia 9.12.2024 r. Recenzowana rozprawa doktorska została przygotowana pod kierunkiem naukowym dr hab. Małgorzaty Janickiej, prof. UŁ, przy współpracy promotora pomocniczego, dr hab. Artura Sajno, prof. UŁ, w Katedrze Finansów i Inwestycji Międzynarodowych.

1. Cele i hipotezy badawcze

Recenzowana praca doktorska wpisuje się w aktualny nurt badawczy dotyczący problematyki zrównoważonych finansów, koncentrując się na ich wpływie na wartość rynkową spółek publicznych w kontekście wyników ESG (Environmental, Social, Governance). Porusza ona zarówno aspekty teoretyczne, związane z genezą, rozwojem i regulacjami zrównoważonych finansów, jak i empiryczne, które obejmują analizę wpływu scoringów i komponentów ESG na wartość przedsiębiorstw w sektorach niefinansowych w Europie i Wielkiej Brytanii.

Autor zidentyfikował lukę badawczą dotyczącą wpływu wyników ESG na wartość rynkową spółek publicznych, co stanowi główny problem badawczy rozprawy. Zdaniem Autora, luka ta wynika m.in. z ograniczonego zakresu wcześniejszych badań, które często koncentrowały się na pojedynczych krajach lub sektorach, uniemożliwiając formułowanie bardziej ogólnych wniosków. Dodatkowo, w literaturze występują sprzeczne wyniki – niektóre badania wskazują na pozytywną zależność między ESG a wartością przedsiębiorstw, inne na negatywną lub brak korelacji. Autor wskazuje także na niedostateczne uwzględnienie komponentów ESG (środowiskowego, społecznego, zarządczego) jako odrębnych czynników wpływających na wartość przedsiębiorstw oraz ograniczenia metodologiczne poprzednich analiz. Identyfikacja tej luki stanowi motywację dla podjęcia badań przedstawionych w recenzowanej rozprawie doktorskiej, a zarazem punkt wyjścia do określenia jej celu.

Cel rozprawy sformułowano jako ocenę siły oraz kierunku oddziaływania wyników ESG (Environmental, Social, Governance) na wartość rynkową spółek publicznych sektorów niefinansowych notowanych na rynkach regulowanych w państwach członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii w latach 2010–2022. Realizując przyjęty cel, Autor skoncentrował się na dwóch głównych aspektach:

1. Roli i znaczeniu wyników ESG w procesie kreowania wartości rynkowej spółek publicznych.
2. Porównawczej analizie istotności poszczególnych komponentów ESG (środowiskowego, społecznego, zarządczego) dla wartości rynkowej badanych spółek.

W celu realizacji zamierzeń Autor sformułował dwa pytania badawcze:

1. Jakie znaczenie mają scoringi ESG spółek publicznych w pomnażaniu ich wartości rynkowej?
2. Który z komponentów ESG (E, S, G) odgrywa największą rolę w kształtowaniu wartości rynkowej spółek publicznych?

Na podstawie powyższych pytań sformułowano dwie równorzędne hipotezy badawcze:

HB1: Wielkość scoringu ESG spółek publicznych rynków giełdowych K-28 wpływa pozytywnie oraz istotnie statystycznie na ich wycenę rynkową

HB2: Scoring środowiskowy (E) wpływa najsilniej na wartość rynkową spółek publicznych notowanych na rynkach giełdowych krajów K-28.

Postawione hipotezy oceniam jako jasno sformułowane, logicznie powiązane z celem pracy i poddane weryfikacji przy użyciu adekwatnych metod analitycznych. Rozprawa wypełnia istotną lukę badawczą dotyczącą relacji między wynikami ESG a wyceną rynkową spółek w zróżnicowanym kontekście geograficznym i sektorowym.

Sformułowanie HB1 można by udoskonalić językowo, gdyż pojęcie wielkości może być kojarzone z rozmiarem, wobec czego w odniesieniu do *scoringu* jest niejasne. Dalsze rozważania wskazują, że weryfikacji podlega nie tyle wpływ „wielkości *scoringu*” na wycenę spółek, ile wartość osiągniętego przez nie wyniku punktowego ESG. W HB2 z kolei, zamiast „scoring środowiskowy” właściwsze byłoby użycie wyrażenia „komponent środowiskowy”.

Podsumowując, stwierdzam, że określony przez Autora cel pracy, postawione pytania badawcze oraz sformułowane hipotezy są istotne z naukowego punktu widzenia, ponieważ odpowiadają na aktualne wyzwania w obszarze zrównoważonych finansów i wyceny przedsiębiorstw. Cel oraz przyjęta koncepcja badawcza są logicznie powiązane z problematyką pracy, a ich realizacja wnosi wartościowy wkład do literatury przedmiotu oraz praktyki zarządzania. W związku z tym oceniam je wysoko.

2. Struktura rozprawy

Praca składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów, zakończenia, bibliografii, spisów tablic, rysunków, wykresów oraz siedmiu załączników, licząc łącznie 281 stron. Kolejność rozdziałów nie budzi zastrzeżeń – jest logiczna i uporządkowana, co wzmacnia płynność narracji i wspomaga realizację założonego celu badawczego. Strukturę pracy oceniam jako przejrzystą, o właściwych proporcjach oraz logicznym, starannie przemyślanym podziale treści pomiędzy poszczególne sekcje. Umieszczenie niektórych szczegółowych wyjaśnień w przypisach dolnych dodatkowo ułatwia lekturę, poprawiając zarówno płynność tekstu, jak i przejrzystość wyводу.

Za jedyny mankament pracy można uznać niejednorodną strukturę rozdziałów, które w niektórych przypadkach są podzielone dwustopniowo, a w innych trzystopniowo. Choć nie wpływa to na wartość merytoryczną rozprawy, większa konsekwencja w tym zakresie poprawiłaby jej formalną spójność.

3. Wartość merytoryczna rozprawy

Na początku należy zwrócić uwagę na tytuł pracy: *Wpływ zrównoważonych finansów na wycenę spółek publicznych*. Choć oddaje on główny temat dysertacji, jest zbyt ogólny i nie zawiera informacji o regionie, którego dotyczy badanie, tj. państw członkowskich Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii. Bardziej precyzyjne sformułowanie tytułu mogłoby lepiej odzwierciedlać zakres badań i bogactwo treści opracowania.

Pomijając tę kwestię, merytoryczna zawartość recenzowanej pracy zasługuje na wysoką ocenę. Nie dostrzegam żadnych istotnych błędów merytorycznych, ani formalnych. Doceniam dojrzałość języka i wyводу, skrupulatność Autora w wykorzystaniu materiałów źródłowych, a także dbałość o szczegóły i niezwykle staranną edycję pracy.

Wstęp rozprawy zasługuje na pozytywną ocenę ze względu na jego zwięzłość, klarowność i merytoryczną wartość. Autor skutecznie wprowadza czytelnika w tematykę zrównoważonych finansów oraz wyników ESG, jasno formułując problem badawczy

i przedstawiając motywację do podjęcia analiz. Wstęp pełni rolę swoistego przewodnika po dysertacji – w sposób przejrzysty określa cel pracy, formułuje pytania oraz hipotezy badawcze, a także prezentuje strukturę pracy oraz sygnalizuje treści zawarte w poszczególnych rozdziałach. Układ wstępu jest logiczny, a styl narracji pozwala na łatwe zrozumienie kluczowych założeń pracy. Dzięki temu wstęp spełnia swoją funkcję, przygotowując czytelnika do dalszej lektury i tworząc podstawę dla realizacji celów badawczych.

Część teoretyczna rozprawy, obejmująca rozdziały 1–4, stanowi merytoryczne zaplecze dla dalszych analiz empirycznych. Na szczególne uznanie zasługuje bogactwo wykorzystanej literatury, w liczbie około 500 pozycji, oraz licznych źródeł internetowych, takich jak raporty instytucji międzynarodowych, dane statystyczne i dokumenty regulacyjne. Autor umiejętnie integruje różnorodne materiały, tworząc kompleksowy i aktualny obraz omawianej problematyki.

Rozdział pierwszy rozprawy również zasługuje na pozytywną ocenę ze względu na swoją kompleksowość, klarowność oraz umiejętne wykorzystanie literatury przedmiotu. Autor prezentuje genezę i rozwój zrównoważonych finansów, odnosząc się zarówno do historycznych uwarunkowań tej koncepcji, jak i współczesnych wyzwań związanych z jej zastosowaniem. Rozdział opiera się na bogatej i starannie dobranej bazie źródłowej, która została efektywnie wykorzystana do stworzenia szczegółowego obrazu ewolucji zrównoważonych finansów. Szczególnie wartościowe jest zestawienie kluczowych wydarzeń globalnych w tabelach 1 i 2, które syntetycznie przedstawiają rozwój tej koncepcji w kontekście gospodarczym i społecznym.

Na pochwałę zasługuje również próba sformułowania przez Doktoranta autorskiej definicji pojęcia zrównoważonych finansów, która uwzględnia zarówno klasyczne aspekty tego podejścia, jak i współczesne wyzwania oraz potrzeby gospodarki globalnej. Taka inicjatywa świadczy o głębokim zrozumieniu tematu oraz kreatywnym podejściu do opracowywanej problematyki.

Na uwagę zasługuje także pomysłowość Autora w prezentacji efektów pracy nad literaturą w postaci przejrzystych i bogatych w informacje ilustracji. Rysunki 1 i 7 atrakcyjnie wizualizują kluczowe punkty związane z rozwojem zrównoważonych finansów oraz relacje między istotnymi elementami omawianej problematyki. Takie podejście nie tylko ułatwia zrozumienie treści, ale również świadczy o zdolności Autora do syntetyzowania złożonych informacji i przedstawiania ich w przystępny sposób.

Drobnym niedociągnięciem w rozdziale pierwszym jest brak objaśnień linii ciągłych i przerywanych dla rysunku 5 na s. 33, które byłyby analogiczne do objaśnień zamieszczonych przy innych rysunkach.

Rozdział stanowi solidną podstawę teoretyczną dla całej pracy, wyznaczając ramy dalszych analiz i badań. Dbłość o szczegóły oraz umiejętne wykorzystanie źródeł i metod wizualizacji sprawiają, że omawiana część rozprawy jest nie tylko wartościowa merytorycznie, ale również przyjazna w odbiorze. Dzięki temu rozdział pierwszy skutecznie wprowadza czytelnika w badany temat i przygotowuje go do bardziej szczegółowych rozważań w kolejnych częściach pracy.

Rozdział drugi rozprawy zasługuje na równie pozytywną ocenę co jego poprzednik, dzięki swojej merytorycznej wartości i uporządkowanemu podejściu do analizy teoretycznej problematyki. Autor podejmuje w nim próbę zestawienia zrównoważonych finansów z dotychczasowymi teoriami finansów, w tym tradycyjnymi i behawioralnymi, ukazując ewolucję podejść do zarządzania finansami w kontekście współczesnych wyzwań. Ta porównawcza analiza umieszcza zrównoważone finanse w szerokim spektrum nauk ekonomicznych, co pomaga zrozumieć ich miejsce w teoretycznym dorobku dyscypliny.

W rozdziale scharakteryzowano także kluczowe pojęcia, takie jak ESG (Environmental, Social, Governance), oraz przedstawiono ich rolę w budowaniu nowego paradygmatu

finansowego. Na szczególne uznanie zasługuje szczegółowa interpretacja ESG w tabeli 4, która w przystępny sposób systematyzuje składowe elementy tej koncepcji i pozwala na ich pełniejsze zrozumienie w kontekście badanej problematyki.

Ważnym elementem rozdziału jest także świadome rozróżnienie czynników, obszarów, problemów i korzyści w ramach ESG, które zostało syntetycznie zobrazowane na rysunku 12. Takie podejście nie tylko ułatwia zrozumienie wielowymiarowości zrównoważonych finansów, ale także świadczy o zdolności Autora do systematyzowania złożonych zagadnień.

Autor szczegółowo omawia scoring i rating ESG jako miary działalności niefinansowej przedsiębiorstw. Przedstawia zarówno metodykę raportowania ESG, jak i analizuje funkcjonowanie głównych dostawców wskaźników ESG. Ten fragment rozprawy wyróżnia się wysoką wartością praktyczną, ponieważ ukazuje, jak wyniki ESG są oceniane i interpretowane w praktyce gospodarczej, co może być przydatne nie tylko dla naukowców, ale również dla praktyków, w tym decydentów biznesowych.

Dobrze, że Autor dostrzega mankamenty wynikające z subiektywizmu w tym obszarze, a nie wyraża bezkrytycznego zaufania ratingom ESG. Taka postawa świadczy o krytycznym podejściu do analizowanej problematyki i podkreśla złożoność oraz ograniczenia stosowania wskaźników ESG w ocenie działalności przedsiębiorstw. Dzięki temu czytelnik otrzymuje bardziej wyważony obraz praktyki raportowania niefinansowego, co znacząco wzbogaca wartość merytoryczną rozdziału.

Rozdział drugi również wzbogacają elementy graficzne, takie jak tabele i rysunki, które ułatwiają przyswajanie prezentowanych treści i uatrakcyjnają wizualną stronę rozprawy. Na przykład, szczegółowo przedstawiona klasyfikacja zrównoważonych finansów w tabelach oraz schematy ilustrujące relacje między elementami ESG odznaczają się wysoką jakością opracowania.

Na końcu należy jednak zwrócić uwagę na drobną nieścisłość terminologiczną. W opisach równań (1)–(4) na s. 67–70 oraz w tabeli 7 zastosowano termin „zastrzeżenia”, który w kontekście wyrażen matematycznych może budzić wątpliwości co do swojej adekwatności. W odniesieniu do takich konstrukcji bardziej naturalnym i precyzyjnym terminem byłyby „założenia”, które wskazują na warunki konieczne dla poprawności i zastosowania danego równania czy modelu. Użycie „zastrzeżeń” sugeruje pewne ograniczenia lub uwagi dodatkowe, które mogą odnosić się do potencjalnych problemów związanych z interpretacją lub zastosowaniem, jednak zastosowanie terminu „założenia” byłoby bardziej intuicyjne i zgodne z powszechnym językiem stosowanym w naukach matematycznych i ekonomicznych. W rozprawie zabrakło krótkiego wyjaśnienia intencji stojących za wyborem tego terminu.

Ponadto, w objaśnieniach do tabeli 6 zamieszczonej na s. 66–67 zabrakło wyjaśnienia skrótu „T” zastosowanego w tej tabeli, chyba że zamiast „T” chodziło o skrót „I” oznaczający perspektywę zintegrowaną.

Pomijając te szczegóły, całość rozdziału charakteryzuje się logiczną strukturą i płynną narracją, która prowadzi czytelnika przez kluczowe zagadnienia teoretyczne i praktyczne związane z ESG oraz zrównoważonymi finansami. Autor nie tylko dogłębnie analizuje istniejącą literaturę, ale także wprowadza własne interpretacje, które wzbogacają omawianą tematykę. Rozdział drugi stanowi istotny wkład w teoretyczne podstawy rozprawy, przygotowując fundament pod bardziej szczegółowe analizy w kolejnych częściach pracy.

Rozdział trzeci rozprawy stanowi ważną część teoretycznego fundamentu pracy, koncentrując się na regulacjach prawnych i standardach zrównoważonych finansów, w szczególności na dyrektywach i inicjatywach podejmowanych na poziomie Unii Europejskiej. Autor szczegółowo omawia kluczowe dokumenty, takie jak Dyrektywa w sprawie raportowania niefinansowego (NFRD) oraz Dyrektywa w sprawie raportowania zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw (CSRD), przedstawiając ich cele, zakres i wpływ na praktykę raportowania ESG w przedsiębiorstwach.

Warto podkreślić, że Autor wnikliwie analizuje ewolucję ram regulacyjnych, ilustrując proces harmonizacji standardów ESG w Europie. Analiza ta została wzbogacona odniesieniami do globalnych inicjatyw, takich jak wytyczne GRI (Global Reporting Initiative) czy zasady Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Taki przekrojowy i wieloaspektowy opis pozwala czytelnikowi zrozumieć, w jaki sposób europejskie regulacje wpisują się w szerszy kontekst międzynarodowy.

Na szczególne uznanie zasługują także tabele 14 i 15, które syntetycznie przedstawiają najważniejsze standardy sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju. Dzięki przejrzystości i logicznej strukturze stanowią one swoistą mapę, która ułatwia poruszanie się w gąszczu skomplikowanych i często zmieniających się wymogów regulacyjnych.

Rozdział posiada jedynie drobne usterki, które mogą utrudniać jego odbiór. Najważniejszą z nich jest brak podziału na akapity w większości tekstu, co sprawia, że długie bloki tekstu stają się mniej czytelne i wymagają większego wysiłku od czytelnika. Taki układ utrudnia również szybkie odnalezienie kluczowych informacji. Oddzielenie wątków akapitami poprawiłoby przejrzystość narracji i ułatwiło wyodrębnienie omawianych zagadnień.

Podsumowując, rozdział trzeci wnosi istotny wkład w teoretyczne podstawy pracy, ukazując złożoność i znaczenie regulacji w zakresie zrównoważonych finansów. Mimo drobnych uwag krytycznych dotyczących struktury tekstu, rozdział dostarcza cennych informacji merytorycznych, które stanowią tło dla analiz empirycznych w dalszych częściach rozprawy.

Rozdział czwarty stanowi kolejny istotny element teoretycznej części rozprawy, koncentrując się na koncepcji wartości rynkowej przedsiębiorstw oraz czynnikach ją kształtujących. Autor wnikliwie analizuje różnorodne podejścia do definiowania i wyceny wartości, omawiając zarówno tradycyjne, jak i nowoczesne teorie finansowe. Na szczególne uznanie zasługuje multidyscyplinarne podejście do omawianej problematyki – Autor integruje perspektywy ekonomiczne, finansowe, zarządcze oraz społeczne, co pozwala na kompleksowe ujęcie pojęcia wartości.

Warto podkreślić, że rozdział uwzględnia zarówno czynniki finansowe, jak i niefinansowe (ESG), które wpływają na wartość przedsiębiorstw. Autor w logiczny sposób pokazuje, jak wyniki ESG mogą oddziaływać na wycenę rynkową, podkreślając ich rosnące znaczenie w kontekście zrównoważonych finansów. Analiza ta została wzbogacona praktycznymi przykładami oraz elementami wizualnymi, które ułatwiają przyswojenie omawianych zależności. Na szczególną uwagę zasługują także tabele i schematy, przedstawiające różnorodne determinanty wartości w sposób przystępny dla czytelnika. Przykładowo, tabela 22 zawiera usystematyzowany przegląd badań dotyczących czynników wpływających na wartość rynkową przedsiębiorstw. Jest to szczególnie wartościowy element rozdziału, który dostarcza syntetycznego obrazu wyników wcześniejszych badań, stanowiąc podstawę dla dalszych analiz empirycznych w rozprawie.

Pomimo licznych zalet, rozdział ten ma także pewne niedociągnięcia. Przede wszystkim brakuje wyjaśnienia, jakie kryteria przyjęto przy wyborze publikacji włączonych do tabeli 22. Bez takich informacji trudno ocenić reprezentatywność przedstawionego zestawienia, co ogranicza jego wartość poznawczą. Można przypuszczać, że zestawione w tabeli publikacje stanowią zaledwie wycinek dotychczasowego dorobku w tym obszarze. Warto również zauważyć, że tabela nie zawiera szczegółowych danych dotyczących regionów, krajów lub sektorów, których dotyczą wyniki omawianych badań. Uwzględnienie takich informacji pozwoliłoby na poznanie kontekstu analiz oraz stworzyło pełniejszy obraz prawidłowości znalezionych przez dotychczasowych badaczy. Możliwe również, że pozwoliłoby na identyfikację przyczyn sprzecznych wyników.

Podsumowując, rozdział czwarty wnosi istotny wkład do teoretycznych podstaw rozprawy, prezentując szerokie i multidyscyplinarne spojrzenie na koncepcję wartości

rynkowej przedsiębiorstw. Liczne zalety, takie jak kompleksowe podejście, uwzględnienie ESG, zastosowanie wizualizacji oraz połączenie teorii z praktyką, zdecydowanie przeważają nad niedociągnięciami. Niemniej jednak uzupełnienie o szczegółowe kryteria doboru publikacji, a także o kontekst regionalny i sektorowy w tabeli 22, podniosłoby wartość merytoryczną i użytkową tej części pracy.

Oceniając jakość części teoretycznej pracy, należy podkreślić, że Autor w sposób uporządkowany i logiczny przedstawił zgromadzony dorobek naukowy, skutecznie systematyzując istniejące badania. Wykorzystał szerokie spektrum literatury, obejmujące kilkadziesiąt pozycji autorów zagranicznych i krajowych, co świadczy o jego skrupulatności i bardzo dobrym przygotowaniu merytorycznym. Analiza literatury koncentruje się głównie na rynku europejskim, lecz Autor uwzględnił także badania spoza tego regionu, co wzbogaca perspektywę badawczą. Warto również zauważyć, że dane przedstawione w licznych zestawieniach tabelarycznych pracy zostały opracowane z wykorzystaniem wielu źródeł, co świadczy o wysokim poziomie rzetelności i zaangażowania Doktoranta w przygotowanie materiału teoretycznego.

Część empiryczna rozprawy, obejmująca rozdziały 5 i 6, stanowi kluczowy etap pracy, w którym Autor podejmuje próbę weryfikacji postawionych wcześniej hipotez badawczych. Część ta jest logiczną kontynuacją teoretycznego wprowadzenia i opiera się na solidnych fundamentach zarysowanych w poprzednich rozdziałach. Wprowadzenie do części empirycznej jest spójne z celem pracy i jasno określa, jakie aspekty teoretyczne znajdują swoje odzwierciedlenie w analizach praktycznych.

Rozdział piąty zawiera szczegółowy opis procedury organizacji danych. Autor precyzyjnie przedstawia proces pozyskiwania, selekcji i przetwarzania danych, co czyni analizę transparentną i powtarzalną. Wyjaśnia, jakie źródła danych zostały wykorzystane oraz jakie ograniczenia były z tym związane. Na uwagę zasługuje również wartościowa próba wyjaśnienia różnic w średnich wynikach punktowych ESG w ujęciu międzynarodowym, na tle ekonomicznym i regionalnym, co nadaje analizie głębszy kontekst i podkreśla wieloaspektowy charakter badanej problematyki.

Rozdział zawiera jednak pewne drobne niedociągnięcia. Jednym z nich jest brak jasnego wyjaśnienia, co Autor rozumie przez normalizację scoringów ESG, o której wspomina na s. 169. Normalizacja zmiennych zazwyczaj polega na przekształceniu wartości do określonego zakresu (np. [0, 1]) lub na ich standaryzacji, czyli sprowadzeniu do średniej równej 0 i odchylenia standardowego równego 1. Ponieważ scoringi ESG już mieszczą się w przedziale [0, 100], na tym etapie nie jest jasne, w jakim celu przeprowadzono dodatkową normalizację. Szczegóły tego procesu zostały przedstawione dopiero w kolejnym rozdziale, jednak, skoro normalizacja została wspomniana wcześniej, warto byłoby zasygnalizować, z czego wynika potrzeba takich dodatkowych przekształceń już na tym etapie pracy.

W rozdziale piątym umieszczono także obszerne tabele, takie jak 27, 29 i 30, które lepiej byłoby przenieść do załączników. Wbrew tytułowi Tabeli 30 (*Średnie wielkości scoringów E, S i G badanych spółek w latach 2010–2022 w poszczególnych sektorach oraz krajach*) nie zawiera ona danych w przekroju sektorowym, a jedynie w przekroju międzynarodowym. Uwzględnienie przekroju sektorowego byłoby bardzo wartościowe, a jego brak stanowi istotną lukę w przeprowadzonej analizie. Brak ten jest tym bardziej odczuwalny, że Autor odnotowuje istotność czynników sektorowych w kontekście ich moderującego wpływu na relację między wynikami ESG a wartością spółki (s. 159).

Rozdział szósty rozprawy, będący zwięźleniem części empirycznej, stanowi kluczowy element pracy, w którym Autor weryfikuje postawione hipotezy badawcze. Szczególnie godne uwagi jest osadzenie hipotez na gruncie teoretycznym, co zapewnia spójność między częścią teoretyczną a empiryczną. Autor jasno argumentuje sposób sformułowania hipotezy 2, wskazując na przewagę czynników środowiskowych w obszarze

ESG. Rzeczowe i obiektywne uzasadnienie tej hipotezy świadczy o głębokim zrozumieniu problematyki oraz umiejętności krytycznego podejścia do istniejącej literatury.

Analizy przeprowadzone w tym rozdziale są szczegółowe i dobrze udokumentowane, a wyniki prezentowane w sposób klarowny. Zastosowane metody badawcze, choć niepozbawione ograniczeń, zostały dobrane adekwatnie do celów badania, co nadaje tej części pracy wysoką wartość poznawczą. Szczególną uwagę warto zwrócić na próbę wyjaśnienia negatywnej zależności między wynikami ESG a wartością rynkową przedsiębiorstw. Autor przedstawia różnorodne możliwe przyczyny kierunku tej zależności, w tym postrzeganie raportowania ESG jako nieracjonalnego marnotrawstwa, egocentryzm decydentów oraz postrzeganie działań na rzecz ESG jako nieskutecznych. W mojej opinii zabrakło tu jeszcze odniesienia do innego istotnego aspektu, jakim jest percepcja wyników ESG jako *greenwashingu*. Część uczestników rynku może uważać, że wysokie wyniki ESG niekoniecznie odzwierciedlają rzeczywiste prośrodowiskowe postawy przedsiębiorstw, lecz raczej ich zdolność do manipulacji wizerunkowej. Dodatkowo należy zauważyć, że część inwestorów, przeciwników zielonych regulacji, może celowo ignorować wyniki ESG lub wręcz w swoich decyzjach inwestycyjnych działać na przekór tej polityce, traktując ją jako wymuszenie regulacyjne. Uwzględnienie tych perspektyw znacząco wzbogaciłoby interpretację wyników.

Ponadto omawiany rozdział ma jeszcze inne niedoskonałości. Na przykład, w tabeli 33 (*Oczekiwany kierunek wpływu wybranych zmiennych uwzględnionych w badaniu na TQ*), zabrakło odniesień do literatury, które mogłyby uzasadniać oczekiwane kierunki wpływu zmiennych. Tego rodzaju wsparcie wyników wcześniejszymi badaniami zwiększyłoby wiarygodność przyjętych założeń.

We wzorze (15) na s. 207 w liczniku powinien znaleźć się symbol wartości rynkowej (MV), a nie MC, chyba że chodzi o inną zmienną, której symbolu nie wyjaśniono.

Kolejnym mankamentem jest brak uwzględnienia zmiennych zerojedynkowych dla krajów i sektorów w zastosowanych modelach. Mając na uwadze, że Autor dysponował rozbudowaną bazą danych, w której te informacje były dostępne, pominięcie ich w analizie jest zaskakujące i nieco rozczarowujące. Włączenie takich zmiennych pozwoliłoby na identyfikację efektów związanych z krajem i sektorem, co przyczyniłoby się do uzyskania bardziej szczegółowych i interesujących wniosków w badanym obszarze. Poza tym jednak dobór pozostałych zmiennych do analizy uważam za dobrze uargumentowany.

Podsumowując, rozdział szósty wnosi istotny wkład w realizację celów badawczych rozprawy. Ugruntowanie hipotez w teorii oraz rzeczowe uzasadnienie ich sformułowania stanowią mocne strony tej części rozprawy. Na uwagę zasługuje fakt, że metody badawcze zastosowane w pracy są generalnie dobrze dobrane do celów badawczych i nie budzą istotnych zastrzeżeń. Autor w sposób spójny i logiczny wyjaśnia przyjęte podejścia analityczne, co zapewnia wysoki poziom przejrzystości i powtarzalności przeprowadzonych analiz. Drobne niedociągnięcia, takie jak brak odniesień do literatury w tabeli 33, pominięcie efektów kraju i sektora, oraz niepełne uwzględnienie alternatywnych wyjaśnień wyników, jedynie w niewielkim stopniu zmniejszają wartość merytoryczną rozdziału.

Reasumując ocenę części empirycznej rozprawy, należy podkreślić jej wysoką wartość merytoryczną, wynikającą zarówno z przemyślanej organizacji danych, jak i zastosowania odpowiednich metod badawczych. Autor wykazał się uczciwością naukową, obiektywnie weryfikując postawione hipotezy, nawet jeśli wyniki nie zawsze były zgodne z jego być może zbyt optymistycznymi oczekiwaniami. Takie podejście świadczy o rzetelności badawczej i gotowości do krytycznego podejścia do własnych założeń, co dodatkowo wzmacnia wiarygodność przeprowadzonych analiz oraz końcowych wniosków. Część empiryczna, pomimo wskazanych drobnych niedociągnięć, stwarza wiarygodne podstawy dla formułowania praktycznych rekomendacji i dalszych badań w obszarze zrównoważonych finansów.

Zakończenie rozprawy stanowi zwięzłą i dobrze skonstruowaną klamrę, która w zgrabny sposób domyka tekst, podsumowując zarówno wyniki, jak i wnioski płynące z przeprowadzonych badań. Odwołanie do zasygnalizowanych we wstępie hipotez badawczych pozwala na wyraźne połączenie części empirycznej z celami pracy oraz jej teoretycznymi podstawami.

Zgadzam się z poglądem Autora, że zainteresowanie tematyką zrównoważonych finansów i wyników ESG prawdopodobnie będzie wzrastać, zarówno w środowisku naukowym, jak i w praktyce gospodarczej. Trafne i dobrze uzasadnione są również nakreślone przez Autora kierunki dalszych badań w tym obszarze, które mogą przyczynić się do pogłębienia wiedzy oraz rozwinięcia praktycznych zastosowań wyników ESG w zarządzaniu i wycenie przedsiębiorstw. Dzięki takiemu podejściu zakończenie nie tylko podsumowuje rozprawę, ale również otwiera przestrzeń do kontynuowania analiz, co jest jedną z kluczowych cech dobrej pracy naukowej.

4. Pozostałe uwagi

Generalnie praca jest napisana dojrzałym językiem akademickim. Wypowiedzi Autora są rzeczowe i zwięzłe, co udało się pogodzić z dbałością o szczegóły, takie jak precyzyjne definiowanie niejednoznacznych pojęć.

Jako drobną uwagę krytyczną można wskazać niefortunne użycie sformułowania „komparatywny” (np. na s. 7, 58, 199), które można by zastąpić bardziej naturalnym „porównawczy”. Choć termin ten jest poprawny, jego użycie brzmi nieco sztucznie. Zastosowanie rodzimych, bardziej intuicyjnych określeń, lepiej wpisuje się w akademicką polszczyznę i ułatwia lekturę tekstu. Podobne zastosowanie kalek językowych ma miejsce również w innych miejscach tekstu.

W przypadku, gdy w języku polskim nie ma stosownego odpowiednika pojęcia w języku angielskim, jestem za tym, żeby nie tłumaczyć danego terminu za wszelką cenę, zwłaszcza gdy jest on w środowisku zrozumiały i powszechnie przyjęty. Wówczas lepiej stosować oryginalny termin obcojęzyczny. Nie widzę natomiast potrzeby używania sztucznie brzmiących synonimów typu „symultaniczny” (s. 39, 75, 178), „finalny” (np. s. 8, 145) czy „indykator” (s. 87), w miejsce naturalnie brzmiących polskojęzycznych słów: jednoczesny, końcowy czy wskaźnik.

Innego rodzaju błąd językowy znajduje się na s. 76, gdzie w zdaniu: „Choć scoring ESG utylizuje dane publikowane przez poszczególne przedsiębiorstwa (podmioty trzecie), które najczęściej nie wymagają i nie umożliwiają ingerencji ludzi, to nie można jednoznacznie stwierdzić, iż tego rodzaju wskaźniki przedstawiają poprawnie rzeczywistość oraz że są wolne od subiektywizmu.” Autor niewłaściwie użył słowa „utylizuje”. Słownik języka polskiego PWN (sjp.pwn.pl) termin utylizacji definiuje jako „wykorzystanie odpadów jako surowców wtórnych do dalszego przerobu”, przy czym kontekst przytoczonego zdania wskazuje, że chodzi o wykorzystanie danych.

Wyraz *spectrum* zapisany kursywą jako obcojęzyczny na s. 104 to – zgodnie z polską pisownią – „spektrum”.

Błąd gramatyczny znajduje się w zdaniu na s. 194: „Zwiększając wynagrodzenia, dysproporcje płacowe pracowników od danego momentu zmniejszają się.”, z którego wynika, że to dysproporcje płacowe (podmiot domyślny w pierwszej części zdania), nie zaś pracodawcy czy inni decydenci, zwiększają wynagrodzenia.

W zdaniu: „Czym bardziej skomplikowana lub złożona jest wycena, tym w większym stopniu obciążony jest podmiot prowadzący ten proces (...)” na s. 139 jest błąd stylistyczny polegający na użyciu słowa „czym” zamiast „im”. Inna usterka stylistyczna jest na s. 198

w zdaniu: „Przyczyny ku temu mogą być różnorakie.” (zamiast „Przyczyny tego mogą być różnorakie.”).

Doceniam dbałość Autora o interpunkcję, w tym takie drobiazgi, jak m.in. konsekwentne odróżnianie dywizu od półpauzy. Natomiast za niewłaściwe uważam użycie w tekście akademickim prawego ukośnika (/) zamiast wyrażenia „i (lub)”. Tego typu zapis – stosowany przez Autora nagminnie – w mojej opinii jest zbyt nieformalny w tekście rozprawy doktorskiej.

Na uznanie zasługuje troska Autora o estetyczną stronę pracy. Zadbano nawet o niepozostawianie jednoliterowych wyrazów na końcu wierszy (przynajmniej w głównym tekście), co niestety jest rzadkością we współczesnej praktyce edycyjnej.

Pomimo wielkiej staranności redakcyjnej i edytorskiej, Autor nie ustrzegł się kilku literówek. Usterki te pomijam jako nieistotne i w praktyce trudne do uniknięcia przy redagowaniu tego rodzaju opracowań.

5. Konkluzja

Przedłożona do oceny rozprawa doktorska mgr. Adriana Gawędy pod tytułem „Wpływ zrównoważonych finansów na wycenę spółek publicznych” spełnia wymogi określone w ustawie z dnia 20 lipca 2018 r. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. 2023 r., poz. 742, z późn. zm.).

Recenzowana rozprawa stanowi oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, wykazując zdolność Autora do samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Zawiera analizę literatury przedmiotu, precyzyjnie określony cel badawczy oraz odpowiednio dobrane metody badawcze, zgodnie z wymaganiami wynikającymi z art. 187 ww. ustawy.

Praca została przygotowana zgodnie z zasadami etyki badawczej i naukowej, a jej wyniki wnoszą istotny wkład w rozwój dyscypliny naukowej ekonomia i finanse. Autor rozprawy wykazał się kompetencjami badawczymi, merytorycznym przygotowaniem oraz umiejętnością krytycznej analizy, co potwierdzają zarówno zawartość merytoryczna pracy, jak i odpowiednie wykorzystanie literatury naukowej.

Tym samym przedłożona praca spełnia wszystkie wymagania formalne i merytoryczne niezbędne do dopuszczenia jej do publicznej obrony.

6. Wniosek o wyróżnienie rozprawy

Wnoszę o wyróżnienie rozprawy doktorskiej mgr. Adriana Gawędy pod tytułem „Wpływ zrównoważonych finansów na wycenę spółek publicznych”. Praca ta odznacza się wysokim poziomem merytorycznym oraz rozległą skalą przeprowadzonych badań, obejmujących szczegółowe analizy i kompleksowe podejście do problematyki badawczej. Autor wykazał się nie tylko dogłębną znajomością literatury przedmiotu, ale również umiejętnością prowadzenia zaawansowanych badań i formułowania wniosków o dużej wartości aplikacyjnej. Wysoki poziom merytoryczny Autora dostrzegam zarówno w zakresie projektowania i realizacji badań, jak i w precyzyjnym opracowaniu wyników. Rzetelność metodologiczna, bogactwo wykorzystanych źródeł oraz jasność wniosków czynią tę rozprawę znaczącym wkładem w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse, co w mojej opinii uzasadnia nadanie jej wyróżnienia.

