



UMCS

UNIWERSYTET MARII CURIE-SKŁODOWSKIEJ | MARIA CURIE-SKŁODOWSKA UNIVERSITY
WYDZIAŁ EKONOMICZNY | FACULTY OF ECONOMICS
Instytut Ekonomii i Finansów | Economics and Finance Institute

dr hab. Elżbieta Bukalska, prof. UMCS

Lublin, 12 lutego 2025 r.

Recenzja rozprawy doktorskiej

Tytuł: „Wpływ zrównoważonych finansów na wycenę spółek publicznych”

Autor: mgr Adrian Gawęda

Promotor: dr hab. Małgorzata Janicka, prof. UŁ

Promotor pomocniczy: dr hab. Artur Sajnog, prof UŁ

Łódź, 2024

Temat rozprawy doktorskiej i uzasadnienie jego wyboru

W ostatnich kilku latach zrównoważone/zielone finanse są przedmiotem wielu badań. Ich rozwój, z jednej strony był przeciwwagą dla systemu promującego wyłącznie finansowy interes właścicieli. Tematem przedłożonej do recenzji rozprawy jest wpływ działań w zakresie ESG na wycenę rynkową przedsiębiorstw. Temat uwzględnia kilka obszarów: działania podejmowane przez przedsiębiorstwa w ramach zrównoważonych finansów, ich raportowanie oraz ocenę tych działań przez właścicieli spółek publicznych odzwierciedloną kursami giełdowymi.

Źródło „równoważenia” działalności można wiązać z koncepcją - alternatywną wobec tej nastawionej na maksymalizowanie wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy – uwzględniania interesu wszystkich zainteresowanych stron (interesariuszy) oraz społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. Znaczenie ma też rosnąca świadomość negatywnego wpływu aktywności człowieka na środowisko (w tym rozwijająca się ekonomia środowiska

KONTAKT | CONTACT

UNIWERSYTET MARII CURIE-SKŁODOWSKIEJ | MARIA CURIE-SKŁODOWSKA UNIVERSITY
Wydział Ekonomiczny | Faculty of Economics
Pl. Marii Curie-Skłodowskiej 5, 20-031 Lublin, Poland, www.umcs.lublin.pl
Phone: +48 81 537 51 73, Fax: +48 81 537 51 73
Email: elzbieta.bukalska@mail.umcs.pl



i badania na temat negatywnych konsekwencji zmian klimatu). Kryzys finansowy lat 2007-2009 uwypuklił problemy społeczno-gospodarcze rozwiniętych gospodarek, a przejawem tego było spowolnienie wzrostu gospodarczego. Wiele państw i instytucji międzynarodowych szuka nowych źródeł wzrostu gospodarczego i innowacyjności. Efektem tego jest przyjęcie szeregu inicjatyw, które mają zaskutkować zwiększeniem tempa wzrostu gospodarczego powiązanego z poprawą jakości życia ludzi (sustainable development goals przez ONZ czy program Fit for 55 przez Unię Europejską). Podejmowane działania na poziomie krajowym czy międzynarodowym mają bezpośrednie znaczenie dla funkcjonowania przedsiębiorstw (poziom mikro). Na przedsiębiorstwa nałożone zostały obowiązki realizowania określonych działań oraz ich raportowania.

Z drugiej strony funkcjonowanie gospodarek jest powiązane z systemem finansowym, którego istotnym elementem są rynki kapitałowe. Rynki kapitałowe realizują między innymi funkcję alokacyjną kapitału, czyli transfer kapitału do podmiotów, które są w stanie wykorzystać go w sposób efektywny. Efektywność na poziomie przedsiębiorstw jest mierzona na bazie kategorii finansowych (stopa zwrotu), w tym z uwzględnieniem kursu giełdowego.

Autor, swoją pracą, podejmuje więc próbę łączenia działań w sferze realnej ze sferą finansową. Badany problem badawczy jest ważny zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia. Autor poprzez przegląd dotychczas prowadzonych badań i ich wyników zidentyfikował lukę badawczą i sformułował założenia badawcze swojej pracy naukowej. Doktorant trafnie wybrał problem badawczy, jest on oryginalny ale też i ambitny.

Cele rozprawy i hipotezy badawcze

Celem głównym dysertacji jest ocena siły i kierunku oddziaływania wyników aktywności przedsiębiorstw w obszarze ESG na wartość rynkową spółek publicznych. Do celu głównego sformułowano dwa cele cząstkowe (pytania badawcze): 1) wpływ scoringu ESG na wartość rynkową oraz 2) wpływ poszczególnych komponentów scoringu ESG na wartość rynkową. Do tych pytań przyporządkowano hipotezy badawcze zakładające



1) pozytywny i statystycznie istotny wpływ ESG na wartość rynkową oraz 2) silny wpływ scoringu środowiskowego (E) na wartość rynkową przedsiębiorstw.

Procedura formułowania celów badań, pytań badawczych i hipotez jest poprawna: ich sformułowanie zostało poprzedzone systematycznym i krytycznym przeglądem literatury przedmiotu i uzasadnione dotychczasowymi wynikami badań. Ponadto, sformułowanie hipotez pozwala na ich jednoznaczną weryfikację.

Konstrukcja i treść rozprawy

Postawionym celom pracy i potrzebie weryfikacji hipotez podporządkowana została struktura pracy. Praca składa się z wprowadzenia, sześciu rozdziałów oraz zakończenia, spisu literatury, rysunków, wykresów i tabel.

We wprowadzeniu zawarto opis założeń badawczych ocenianej pracy. Zawarto tu uzasadnienie wyboru tematu pracy, prezentację celu głównego, problemów i hipotez badawczych; źródła danych i zastosowanych metod badawczych; omówiona została też struktura opracowania.

W rozdziale pierwszym (obejmującym 40 stron) skoncentrowano się na omówieniu istoty zrównoważonych finansów na przestrzeni lat, począwszy od lat 70 tych. Omówiono inicjatywy na poziomie krajowym czy ponadnarodowym w perspektywie globalnej oraz wpływu na wzrost. Autor porządkuje definicje i podejścia zrównoważonych finansów, wskazując na ich różne wymiary. Dokonany przegląd literatury w tym zakresie został zrealizowany w sposób problemowy (a nie tylko przeglądowy). Warto podkreślić, że Autor słusznie wskazuje potrzebę zmiany paradygmatu w gospodarce i odejście od gospodarki liniowej na rzecz o obiegu zamkniętym, co ma pozwolić na zwiększenie dynamiki wzrostu gospodarczego.

Rozdział drugi ocenianej dysertacji (zawarty na 40 stronach) zawiera charakterystykę miejsca zrównoważonych finansów przedsiębiorstw w rozwoju teorii finansów. Autor w sposób bardzo przejrzysty dokonał pogłębionego przeglądu teorii finansów przedsiębiorstw. Dokonał również niezwykle sprawnie ich klasyfikacji na 1) finanse



tradycyjne (oparte na założeniach ekonomii neoklasycznej), do których zaliczył m.in.: model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM), teorię rynku efektywnego (EMH), twierdzenia Modiglianiego i Millera, teorię agencji oraz koncepcję wartości dla akcjonariuszy (SVA) oraz 2) finanse behawioralne (oparte na założeniu braku pełnej racjonalności), do których zaliczył m.in.: koncepcji ograniczonej racjonalności oraz wyniki badań Kahnemana i Tversky'ego. Autor, w tym rozdziale, wskazał również na wyłaniający się nowy paradygmat w finansach przedsiębiorstw – paradygmat zrównoważonych finansów (oparte na koncepcji wartości dla interesariuszy). Autor dokonuje przeglądu definicji finansów zrównoważonych ze wskazaniem roli obszarów uwzględnianych w tym „zrównoważeniu”: environment, social and governance (ESG). Autor w sposób pogłębiony opisuje również kwestie raportowania oraz pomiaru działań realizowanych w obszarze ESG wskazując na bazę Refinitiv jako globalnego dostawcę informacji finansowych oraz ESG. Autor opisał źródła danych oraz zasady formułowania scoringu ESG przez Refinitiv. Ten szczegółowy opis jest o tyle ważny, że cała praca i osiągnięcie jej celów jest uzależnione od tej definicji ESG. Również i w tym rozdziale dokonany przegląd literatury w badanym zakresie został zrealizowany w sposób problemowy (a nie tylko przeglądowy).

W rozdziale trzecim (zawartym na 38 stronach) zawarty został przegląd inicjatyw Unii Europejskiej na rzecz zrównoważonego działania przedsiębiorstw działających w państwach członkowskich oraz zasadach ich raportowania. Autor w ujęciu chronologicznym opisuje wdrażane inicjatywy z uwzględnieniem dyrektywy w sprawie ujawniania informacji niefinansowych (NFRD) oraz dyrektywy w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (CSRD). Autor prezentuje również podstawowe dane ilości przedsiębiorstw objętych regulacjami sprawozdawczości informacji niefinansowych w ostatnich kilkunastu latach. Autor w sposób niezwykle syntetyczny i przejrzysty zestawiał bogactwo inicjatyw na rzecz wdrażania „zrównoważenia” w procesie funkcjonowania działalności przedsiębiorstw oraz raportowania tych działań.

Rozdział czwarty (obejmujący 36 stron) zawiera przegląd definicji wartości przedsiębiorstwa, istoty i funkcji wyceny wartości przedsiębiorstwa, metod wyceny. Autor



koncentruje opis na wartości rynkowej. Autor przyjmuje założenie, że wartość rynkowa jest bieżącą wartością przyszłych oczekiwanych przepływów pieniężnych, co jest charakterystyczne dla podejścia finansów tradycyjnych (opartych na założeniach zachowania pełnej racjonalności). Autor dokonuje przeglądu czynników (głównie finansowych) wpływających na wycenę wartości. W tej części, do opisu czynników determinujących wartość przedsiębiorstwa Autor wykorzystuje literaturę opisującą wartość przedsiębiorstwa w paradygmacie wartości dla akcjonariuszy. W rozdziale tym, Autor prezentuje również wyniki przeglądu badań nad wpływem wyników działalności ESG na wycenę rynkową. Autor pogrupował badania w trzy grupy: o pozytywnym, negatywnym wpływie i neutralnym/niejednoznacznym wpływie. W tej części rozdziału, Autor traktuje wartość rynkową przedsiębiorstwa jako odzwierciedlenie reakcji rynku (właścicieli) na informacje o spółce. W tym kontekście, Autor słusznie przypomina zagadnienia efektywności rynku finansowego (EMH).

W rozdziale piątym (zawartym na 36 stronach) zawarty został opis doboru danych do dalszego przetwarzania. Autor opisał zasady budowania bazy danych empirycznych – dobór krajów, sektorów oraz procedur kontrolnych (np.: wyeliminowanie duplikatów, sprawdzenie kompletności danych). Ostatecznie do próby badawczej zakwalifikowano 1.242 spółki z 22 krajów Europy działających w 10 sektorach. Zebrane dane za lata 2010-2022 uzyskując 16.146 obserwacji (spółka-rok). Sugeruje to posiadanie danych panelowych (panel zbilansowany). W próbie badawczej dominują spółki z Wielkiej Brytanii, Szwecji, Niemiec, Francji, Finlandii i Włoch. Autor, w tej części pracy prezentuje również podstawowe statystyki opisowe wyników finansowych i scoringu ESG badanej próby.

Rozdział szósty (zawarty na 43 stronach) stanowi część empiryczną prowadzonych badań. Autor opisuje model, zmienne oraz zasady ustalania wartości zmiennych. Autor dokonuje również normalizacji zmiennej zależnej i zmiennej niezależnej. Swoje badania empiryczne Autor rozpoczyna od zaprezentowania statystyk opisowych dla przyjętych zmiennych. Wskazuje procedurę postępowania z wartościami odstającymi (winsoryzacja na



poziomie 1. i 99. percentyla). Ze względu na fakt, że dane mają charakter panelowych zastosowano model regresji PLS (częstkowych najmniejszych kwadratów) z efektami stałymi po uwzględnieniu wyników testu Hausmana. Łącznie, Autor zaprezentował wyniki 16 modeli. Co ciekawe, Autor zidentyfikował negatywny wpływ scoringu ESG, E, S oraz G na wartość rynkową. Autor ocenił uzyskane wyniki jako „zjawisko negatywne lub co najmniej niepożądane” z uwagi na poniesione duże wysiłki nakłady finansowe na implementację działań na rzecz zrównoważonych finansów. Ponadto, Autor zauważył, że „inwestorzy niżej wyceniają firmy osiągające lepsze wyniki w obszarze ESG. Co ważne, we wszystkich modelach, Autor zidentyfikował pozytywny wpływ rentowności na wartość rynkową przedsiębiorstw.

W zakończeniu, Autor dokonuje podsumowania prowadzonych badań zarówno teoretycznych, jak i empirycznych odnosząc się do celu badań oraz sformułowanych hipotez badawczych. Autor wskazał również możliwe kierunki przyszłych badań.

Układ pracy jest logiczny. Praca ma charakter teoretyczno-empiryczny. Cztery rozdziały mają charakter teoretyczny, a piąty i szósty mają charakter empiryczny. Zawartość pracy i wszystkich rozdziałów odwołuje się do głównych obszarów badań: finansów zrównoważonych oraz wartości rynkowej. Struktura pracy jest poprawna, kolejne rozdziały stanowią rozwinięcie głównych kwestii ujętych w problemie badawczym. Objętość poszczególnych rozdziałów oraz proporcje między nimi są odpowiednie do zakresu tematycznego rozprawy. Autor zastosował ciekawe i wartościowe rozwiązanie: każdy rozdział kończy się syntetycznym podsumowaniem opisywanych w nim zagadnień.

Wykorzystane źródła

Do prowadzonych badań teoretycznych Autor wykorzystał około 500 pozycji literaturowych, w tym pozycje zwarte, artykuły w czasopismach naukowych, raporty czy źródła internetowe. Wykorzystane źródła to publikacje w języku polskim oraz obcym (głównie angielskim), przy czym dominują te obcojęzyczne. Warto podkreślić, że w każdym rozdziale teoretycznym, Autor zastosował ponad 100 przypisów. Świadczy to o doskonałej umiejętności Autora poruszania się po bogatym materiale teoretycznym.



Do prowadzonych badań empirycznych Autor korzystał z danych finansowych oraz danych opisujących scoring ESG. Źródłem tych danych była baza Refinitiv. Na uwagę zasługuje zgromadzenie danych dla 1.242 spółek z 22 krajów Europy za lata 2010-2022 (uzyskując 16.146 obserwacji typu spółka-rok). I znowu, świadczy to o doskonałej umiejętności Autora poruszania się po bogatym materiale empirycznym.

Wykorzystane źródła zarówno do części teoretycznej, jak i empirycznej są zróżnicowane i aktualne. Dobór wykorzystanych źródeł jest prawidłowy i powiązany z celami pracy badawczej oraz prowadzonego wywodu naukowego. Chociaż trochę zabrakło poszerzonego opisu relacji liczby spółek włączonych do badania w stosunku do liczby spółek notowanych/zarejestrowanych w danym kraju. Ewentualna nadmierna liczba spółek z danego kraju może stanowić o nadreprezentatywności jednych i niedoreprezentowaniu innych krajów i rynków kapitałowych. Liczba wykorzystanych źródeł, zarówno w części teoretycznej, jak i empirycznej jest imponująca.

Zastosowane metody badawcze

W części teoretycznej, Doktorant zastosował metody krytycznej analizy literatury w zakresie finansów zrównoważonych (zarówno na poziomie makroekonomicznym, jak i mikro oraz na poziomie teoretycznym, jak i inicjatyw, działań i dyrektyw) oraz wyceny wartości przedsiębiorstw. Dzięki temu, możliwe stało się systematyczne uporządkowanie i pogrupowanie badanych kwestii w świetle dotychczasowych teorii i badań naukowych.

W badaniach empirycznych, na etapie weryfikacji hipotez badawczych zastosowano metodę PLS (częstkowych najmniejszych kwadratów) z efektami stałymi. Weryfikacja hipotez badawczych została poprzedzona zgromadzeniem i przygotowaniem materiału empirycznego do dalszego przetwarzania. Warto podkreślić, dużą dbałość Autora w określeniu kryteriów doboru danych oraz przygotowanie danych empirycznych do ich przetwarzania na etapie weryfikacji hipotez badawczych. Zastosowane metody badawcze wskazują na dobrą znajomość metodologii badań, a przypadku przetwarzania danych ilościowych na bardzo dobrą znajomość zaawansowanych metod statystycznych.



Dobór metod pozyskania danych i zakresu pozyskanych danych powiązany został przez Autora z celami prowadzonych badań. Do przetworzenia danych ilościowych zastosowane zostały metody statystyczne specyficzne dla rodzaju zgromadzonych danych (panelowych). Doktorant prawidłowo dobrał metody przetworzenia danych empirycznych. Jednak warto zauważyć, że zastosowana metody (PLS) wymagałaby nieco szerszego scharakteryzowania i uzasadnienia jej wyboru. Jednak, podkreślić należy dużą dbałość Autora w przygotowanie danych (procedury kontrolne, dbałość o kompletność danych, unikanie powtórzeń, winsoryzacja danych). Wymagało to od Autora „mrówczej” pracy.

Autor, prezentując wyniki, odwołuje się do wyników wcześniejszych badań w analizowanym zakresie (dyskusja naukowa). Prowadzona przez Autora dyskusja naukowa jest niezwykle dojrzała i wskazuje na duże zrozumienie tematu badań ale też szczególne umiejętności Doktoranta w tym zakresie.

W badaniach teoretycznych i empirycznych zastosowano zróżnicowane metody prezentowania danych oraz uzyskanych wyników badań. Autor zastosował tabelaryczne i graficzne formy prezentacji prezentowanych treści, pozyskanych danych oraz wyników badań ilościowych. Uzyskane w trakcie gromadzenia dane oraz wyniki badań zostały zaprezentowane w sposób czytelny i zrozumiały.

Na uwagę zasługuje wkład własny Autora w prowadzone badania. Autor samodzielnie zgromadził niezbędne dane, dokonał ich uporządkowania i zestawienia. Ponadto, Autor samodzielnie dobrał metody ich przetworzenia (w tym zastosował zaawansowane metody statystyczne), zestawiał oraz zaprezentował wyniki badań własnych.

Formalna strona rozprawy

Praca liczy 281 stron. Praca jest objętościowo odpowiednia. W pisaniu pracy zastosowano 41 tabel i 23 rysunki i 17 wykresów. Zastosowanie tabel, rysunków i wykresów stanowi właściwe wzbogacenie i zróżnicowanie formy prezentowanych treści. Dzięki temu, śledzenie i rozumienie treści jest łatwiejsze.



Autor w sposób przejrzysty i zrozumiały opisuje prezentowane zagadnienia. Autor używa języka wymaganego dla tego poziomu prac naukowych. Praca zawiera słownictwo i terminologię odpowiednią dla dyscypliny ekonomia i finanse. Autor opanował technikę pisania prac naukowych, sporządzania przypisów, tabel, wykresów i bibliografii.

Praca została przygotowana starannie i bez większych błędów w edycji tekstu. Chociaż Doktorant nie ustrzegł się przed drobnymi błędami językowymi czy stylistycznymi (np.: percepcja na zmienność – rysunek 3, s. 26). Nie mają one jednak większego wpływu na jakość merytoryczną pracy.

Ogólna ocena dysertacji, jej walory i elementy dyskusyjne

Znane są opracowania dotyczące ESG i wpływu na wartość przedsiębiorstwa, ale recenzowana rozprawa stanowi oryginalne i ambitne podejście tego zagadnienia. Autor podejmuje się próby oceny na ile działania przedsiębiorstw w obszarze ESG, których wyniki są odzwierciedlone w scoringu ESG bazy Refinitiv wpływają na wartość rynkową (ocenę inwestorów). Przyjęty zakres tematyczny prowadzonych badań, jakościowy i ilościowy wymiar pozyskanych danych, znajomość metod statystycznych, sformułowane wnioski stanowią o odpowiedniej jakości recenzowanej rozprawy. Stopień zaawansowania zawartej w rozprawie wiedzy teoretycznej z zakresu dyscypliny ekonomia i finanse jest odpowiedni dla tego rodzaju prac badawczych.

Podsumowując, recenzowana rozprawa zasługuje na pozytywną ocenę.

Do zalet recenzowanej rozprawy doktorskiej można zaliczyć w szczególności:

- aktualny problem badawczy,
- właściwe sformułowanie celów i hipotez badawczych,
- wykorzystaną bogatą literaturę,
- uporządkowanie i klarowne przedstawienie bogatego materiału teoretycznego,
- pozyskanie dużej liczby danych,
- uporządkowanie i klarowne przedstawienie bogatego materiału empirycznego,
- zastosowanie zaawansowanych metod statystycznych,
- syntetyczne zestawienie uzyskanych wyników,



- umiejętność formułowania wniosków na podstawie zgromadzonych i przetworzonych danych,
- prowadzenie dojrzałej dyskusji naukowej z wcześniejszymi wynikami badań.

Jednak praca nie jest pozbawiona mankamentów, do których zaliczyć można nie dość szczegółowe opisanie i uzasadnienie reprezentatywności próby czy doboru metody PLS do celu badań oraz specyfiki danych empirycznych. Te mankamenty są jednak proste do usunięcia i nie zmniejszają wartości i jakości rozprawy.

Uzyskane przez Doktoranta wyniki stanowią świetną bazę do dalszych rozważań naukowych, wśród których najważniejsze wydaje się być poszukiwanie w przyszłości odpowiedzi na następujące pytania:

- jakie mogą być przyczyny i konsekwencje negatywnej reakcji inwestorów na efekty działań z zakresu ESG?
- jaki może być wpływ scoringu ESG na wartość rynkową w badanych krajach (lub grupach krajów), sektorach czy w podokresach badanego przedziału 2010-2022?
- na ile struktura właścicielska spółek giełdowych, rodzaj dominujących właścicieli i ich interesu lokowania środków finansowych może wyjaśniać zidentyfikowany negatywny wpływ?

Uzyskane wyniki badań można rozszerzyć na alternatywne miary działań i wyników obszaru ESG (spoza bazy Refinitiv) oraz wartości przedsiębiorstwa (w tym wyniki przedsiębiorstw oparte o dane księgowe). W tym kontekście pojawia się pytanie o wpływ aktywności ESG na międzynarodową konkurencyjność i innowacyjność krajów Europy w gospodarce światowej.

Pan mgr Adrian Gawęda zaprezentował wysoki poziom wiedzy i umiejętności w zakresie problematyki, której dotyczy rozprawa doktorska. Doktorant wykazał się umiejętnością samodzielnego prowadzenia badań naukowych. W sposób oryginalny i ciekawy oraz zgodnie z przyjętym planem badawczym zrealizował postawione cele badawcze i zweryfikował hipotezy badawcze.



Konkluzja końcowa

Uwzględniając powyższe, uważam, że rozprawa doktorska Pana mgr. Adriana Gawędy pt „Wpływ zrównoważonych finansów na wycenę spółek publicznych” spełnia wymagania stawiane rozprawom doktorskim w obowiązujących przepisach zgodnie z treścią art. 187 ust 1 i 2 ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym z dnia 20 lipca 2018 roku (t.j. Dz. U. 2024 r. poz 1571): prezentuje ogólną wiedzę teoretyczną Autora w dyscyplinie ekonomia i finanse oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej, a przedmiotem ocenianej rozprawy doktorskiej jest oryginalne rozwiązanie problemu naukowego. Dlatego wnoszę o jej przyjęcie i dopuszczenie do dalszych etapów postępowania, w tym dopuszczenie do publicznej obrony.

