

Recenzja rozprawy doktorskiej

mgra Adriana Gawędy

pt. Wpływ zrównoważonych finansów na wycenę spółek publicznych

1. Uwagi wstępne

Przedmiotem niniejszej recenzji jest rozprawa doktorska pt. Wpływ zrównoważonych finansów na wycenę spółek publicznych, przygotowana przez mgra Adriana Gawędy. Promotorką dysertacji jest dr hab. Małgorzata Janicka, prof. UŁ, a promotorem pomocniczym dr hab. Artur Sajnog, prof. UŁ. Recenzja została sporządzona w odpowiedzi na pismo Przewodniczącej Komisji UŁ ds. stopni naukowych pani dr hab. Ewy Kusideł, prof. UŁ, z dnia 9 grudnia 2024 r.

Celem recenzji jest stwierdzenie, czy rozprawa doktorska spełnia wymogi określone w art. 187 ust. 1 i 2 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1571 z późn. zm.), a także, czy rozprawę należy dopuścić do publicznej obrony w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

2. Ocena problematyki, tematu i celów pracy

Problematyka badawcza pracy obejmuje ocenę wpływu zrównoważonych finansów na wycenę spółek publicznych. Temat pracy jest bez wątpienia nie tylko aktualny, ale też istotny. Podjęta problematyka rodzi obecnie wiele wątpliwości i niejasności, zarówno z punktu widzenia naukowego, jak i praktycznego, co zdecydowanie przemawia za prowadzeniem badań w tym zakresie.

Autor identyfikuje lukę badawczą dotyczącą znaczenia wyników ESG dla inwestorów w wycenach spółek publicznych, stwierdzając, że dotychczasowe rezultaty badawcze prowadzą do niejednorodnych wniosków, w tym istnienia pozytywnej zależności, negatywnego oddziaływania, a nawet brak korelacji między badanymi zmiennymi. Autor formułuje problem badawczy jako występowanie zależności między wynikami ESG przedsiębiorstw a ich wartością rynkową.

Podjęty w dysertacji i zrealizowany cel badań jest dobrze uzasadniony, nowatorski i ważny poznawczo. Autor dokonał oceny siły oraz kierunku oddziaływania wyników ESG na wartość rynkową spółek publicznych sektorów niefinansowych notowanych na regulowanych rynkach

giełdowych w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz w Wielkiej Brytanii w latach 2010–2022. Autor nie sformułował szczegółowych celów badawczych, co w pewien sposób ogranicza możliwość prześledzenia ścieżki stopniowego realizowania celu głównego.

W formułowaniu problematyki badawczej i celu rozprawy, Autor słusznie nie przesądza kierunku badanej relacji. Zauważa, że zróżnicowane czynniki środowiskowe, społeczne i zarządcze, będące jednocześnie „komponentami ESG” (por. pkt 5 niniejszej recenzji), mogą w różny sposób determinować zmienność i niepewność kształtowania bieżących i przyszłych wycen rynkowych spółek. W związku tym rozważania w rozprawie oparto o kluczowe założenie upraszczające poprzez zbadanie analizowanych zależności za pomocą „scoringów ESG”. Na podstawie tego założenia sformułowano dwa pytania badawcze:

PB1: Jakie znaczenie mają scoringi ESG spółek publicznych rynków giełdowych K-28 w pomnażaniu ich wartości rynkowej?

PB2: Który z komponentów scoringu ESG – środowiskowy (E), społeczny (S), zarządczy (G) – odgrywa największą rolę w kształtowaniu wartości rynkowej spółek publicznych rynków giełdowych K-28?

Autor formułuje dwie hipotezy:

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 rynków giełdowych krajów K-28.

Pytania badawcze i hipotezy wydają się zbyt mocno ze sobą korespondować, a językowe uproszczenia przy ich formułowaniu (por. punkt 5 niniejszej recenzji) mogą rodzić ryzyko interpretacyjne, niemniej jednak nie wpływa to istotnie na całkowitą ocenę merytoryczną przyjętych przez Autora założeń metodycznych rozprawy.

Reasumując, zasadniczo można stwierdzić, że Autor wykazał się dobrym opanowaniem metodycznym. Wybór problematyki rozprawy doktorskiej należy uznać za uzasadniony, aktualny i ważny zarówno z punktu widzenia teorii, jak i praktyki współczesnych spółek publicznych, spełniający wymogi stawiane w tym względzie dysertacjom naukowym.

3. Ocena logiki i struktury pracy

Praca doktorska mgra Adriana Gawędy liczy 281 stron standardowego wydruku. Konstrukcja rozprawy składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów zasadniczych, zakończenia, bibliografii, spisu tabel, rysunków i wykresów, a także siedmiu załączników. Dysertacja została wzbogacona 41 tabelami, 23 rysunkami i 17 wykresami. Rozdziały mają zbliżoną objętość, co należy ocenić pozytywnie.

Zaproponowana treść rozdziałów następuje po sobie w logicznej kolejności i stanowi spójną całość. Proporcje pracy między rozdziałami zostały zachowane. Wewnętrzna struktura poszczególnych rozdziałów jest zasadniczo spójna i w dużym stopniu podporządkowana przyjętym założeniom rozprawy. Charakter porządkujący mają podrozdziały z podsumowaniem. Swojej funkcji nie pełnią jednak podsumowania rozdziału pierwszego i

szóstego, w których pojawiają się nowe fakty, tabele i wykresy (por. podrozdział 1.5 Podsumowanie i 6.5 Podsumowanie), co nie pozwala Autorowi udokumentować ustrukturyzowania wniosków płynących z tych rozdziałów.

W strukturze pracy można wyodrębnić część teoretyczno-opisową w pierwszych czterech rozdziałach oraz część analityczno-badawczą w rozdziale piątym i szóstym. W rozdziale pierwszym autor omawia istotę zrównoważonych finansów w ujęciu globalnym (rozdział pierwszy), następnie dokonuje oceny zrównoważonych finansów z perspektywy teorii finansów (rozdział drugi), a w rozdziale trzecim przechodzi to oceny analizowanych kwestii na poziomie UE. W rozdziale czwartym Autor przechodzi do aspektów teoretycznych związanych z wyceną przedsiębiorstw z uwzględnieniem wykorzystania „informacji niefinansowych”. Rozdział piąty służy do prezentacji metodyki badania empirycznego oraz wyników tego badania, by finalnie rozdział szósty wskazał wpływ scoringu ESG na wartość rynkową spółek publicznych. Przyjęty tok rozumowania należy ocenić pozytywnie (szczegółowa ocena treści merytorycznej poszczególnych rozdziałów – por. punkt 5. niniejszej recenzji).

Reasumując, recenzowana dysertacja ma formę logicznej i ustrukturyzowanej rozprawy naukowej.

4. Ocena źródeł i metod badawczych

Rozważania w pracy doktorskiej oparto na pogłębionych studiach literaturowych oraz badaniach własnych. W rozprawie wykorzystano liczącą ponad 500 pozycji bibliografię, zawierającą bogatą literaturę przedmiotu z zakresu ekonomii i finansów. Posiłkowano się także aktami prawnymi, materiałami statystycznymi i źródłami internetowymi. Zdaniem recenzenta, za prawidłowy należy uznać dobór literatury i innych źródeł, a także przeprowadzone badanie literaturowe oraz analiza tekstów aktów normatywnych. Także pozytywnie należy ocenić wykorzystanie danych z baz Refinitiv Eikon, Banku Światowego, Eurostatu, Emissions Database for Global Atmospheric Research i National Aeronautics and Space Administration.

W pracy wykorzystano następujące metody i narzędzia badawcze:

- porównawczą analizę wybranych miar statystyki opisowej,
- analizę korelacji z wykorzystaniem współczynnika korelacji Pearsona,
- analizę regresji danych panelowych oszacowaną metodą najmniejszych kwadratów,
- zmodyfikowany model wyceny Ohlsona.

Zdaniem recenzenta dobór i użycie metod oraz narzędzi badawczych należy ocenić pozytywnie. Ich wykorzystanie niewątpliwie przyczyniło się do osiągnięcia celu rozprawy, a także weryfikacji hipotez badawczych.

5. Ocena merytorycznej treści pracy

We wstępie Autor określa problem badawczy, hipotezy i cel rozprawy oraz prezentuje bardzo syntetycznie treść kolejnych rozdziałów. Pytania badawcze i hipotezy opierają się o termin „scoring”. Autor rozprawy wskazuje, że scoring to „*syntetyczna i kompleksowa miara*

działalności” (str. 6), „wynik zastosowania algorytmu stworzonego przez grupę (lub jednostkę) specjalistów, stanowiący syntetyczną aproksymatę wyników ESG przedsiębiorstwa, przedstawioną w formie punktowej (str. 76), a także „scoring/rating ESG jest nie tyle dosłownym odzwierciedleniem wszystkich wyników przedsiębiorstw w obszarach ESG, co wypadkową tych informacji, które dana spółka zaraportuje” (str. 183). Nasuwa się jednak pytanie, czy sam scoring jako miara może oddziaływać na wartość rynkową, czy może jednak osiągnięcia ESG zobrazowane za pomocą scoringu przyczyniają się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Autor proszony jest zatem o odpowiedź podczas obrony publicznej na **pytanie 1:**

1. Co oznacza termin „scoring ESG” w podstawowych założeniach metodycznych rozprawy? W jaki sposób scoring jako „miara” może oddziaływać na wartość rynkową spółek?

We wstępie brakuje wyraźnego określenia przedmiotu i podmiotu badań. Autor stwierdza nieprawidłowo, że „*przedmiotem rozprawy doktorskiej są przede wszystkim przedsiębiorstwa notowane na regulowanych rynkach kapitałowych*” (przypis na str. 9). Przyjmując wskazane podmioty jako podmiot rozprawy, należy wskazać, że nie został ten zakres jednoznacznie określony we wstępie rozprawy, gdyż nasuwa pytanie, co jest podmiotem mniejszościowym rozprawy. Także we wstępie Autor określa koncepcję „*zrównoważonych finansów*” jako nową (str. 5 rozprawy), z czym nie można się zgodzić. Sam Autor wskazuje w rozdziale pierwszym, że „*przedstawiono genezę i rozwój zrównoważonych finansów od 1972 roku*”, czyli ponad 50 lat temu. Ponadto, we wstępie Autor w sposób niezrozumiały posługuje się terminem „komponenty ESG” w znaczeniu wyników, a także czynników (str. 6): „*komponenty ESG tj. wyniki w obszarach E, S i G*”, „*Zróznicowane czynniki środowiskowe, społeczne i zarządcze, będące jednocześnie komponentami ESG*”, „*ocena wyników ESG i ich komponentów*”. Równocześnie słowo „komponent” jest używane w odniesieniu do „komponentów scoringu ESG”.

Rozdział pierwszy pt. Zrównoważone finanse w ujęciu globalnym ukazuje genezę, istotę i rozwój koncepcji zrównoważonych finansów, a także globalne działania w tym zakresie. Na szczególną uwagę recenzenta zwraca podrozdział 1.4. *Rola zrównoważonych finansów w koncepcji zrównoważonego rozwoju*, w którym Autor słusznie udowadnia, że zrównoważone finanse stanowią jedno z narzędzi w realizacji celów zrównoważonego. Oryginalne porównanie podmiotów gospodarczych do zespołu biorącego udział w wyścigu Formuły 1 można by uzupełnić o fakt, że każdy z członków zespołu ma do odegrania inną rolę, podobnie jak podmioty gospodarcze w drodze do zrównoważonych finansów, co tak bardzo utrudnia porównywanie ich osiągnięć na rzecz zrównoważonego rozwoju.

Rozdział drugi pt. Zrównoważone finanse przedsiębiorstw przedstawia umiejętności analityczne Autora, który zestawia różne koncepcje zrównoważonych finansów i dokonuje ich krytycznej analizy na tle teorii finansów. W ramach podrozdziału 2.4. zawarto podrozdział 2.4.1. *Metodyka raportowania ESG przez przedsiębiorstwa*, który, jak się wydaje, powinien mieć charakter podsumowania wniosków zarówno rozdziału drugiego, jak i rozdziału trzeciego. Wnioski z rozdziału trzeciego ujawniają bowiem wpływ polityki UE na zakres

sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju podmiotów gospodarczych (podrozdział 3.4.), tym samym na metodykę raportowania.

Rozdział czwarty pt. Wartość rynkowa przedsiębiorstw i jej determinanty jest niejako kontynuacją rozważań teoretycznych rozdziału drugiego. Przedstawia teoretyczne aspekty wartości przedsiębiorstwa, w tym istotę, funkcje i metody jej pomiaru. Szczególne znaczenie z perspektywy realizacji celu rozprawy ma ocena czynników oddziałujących na wartość przedsiębiorstwa, z rozróżnieniem na determinanty o charakterze finansowym oraz niefinansowym. Na uwagę zasługuje także podrozdział 4.5. Informacje niefinansowe a wartość rynkowa przedsiębiorstw – przegląd literatury przedmiotu, w którym wnioskowanie Autora stanowi kluczowe uzasadnienie podjętej problematyki i przyjętych założeń metodycznych. Autor krytycznie zestawia wyniki badań naukowych, udowadniając ich niespójność poprzez ukazanie relacji między badanymi zmiennymi o charakterze pozytywnym, negatywnym, niejednoznacznym i neutralnym (tabela 22, s. 160).

Rozdział piąty pt. Metodyka badań empirycznych stanowi rozdział empiryczny pracy. Próbę badawczą stanowiły początkowo 8253 spółki, a finalnie 1242 spółki z 22 krajów Europy oraz 10 różnych sektorów, co w połączeniu z 13-letnim okresem badawczym obejmującym lata 2010–2022 przełożyło się na 16 146 obserwacji „spółka-rok”. Na szczególne docenienie zasługuje autorska procedura organizacji bazy danych na potrzeby badań empirycznych. Wnioski rozdziału piątego stanowią podstawę do wnioskowania przeprowadzonego w rozdziale szóstym.

Rozdział szósty pt. Badanie wpływu scoringów ESG na wartość rynkową spółek publicznych służy weryfikacji przyjętych hipotez badawczych. Rozdział przedstawia ocenę wpływu kształtowania się scoringów ESG na wartość rynkową badanych przedsiębiorstw oraz ocenę największego udziału w tym wpływie przez poszczególne „komponenty scoringów ESG – scoring E, S, czy G”. Tą część pracy należy ocenić jako dostatecznie spełniającą wymagania stawiane rozprawom doktorskim, które powinny wykazać umiejętność rozstrzygnięcia postawionego problemu badawczego w oparciu o właściwie dobrane metody. Autor przedstawia uzasadnienie falsyfikacji pierwszej hipotezy, z kolei wobec drugiej hipotezy stwierdza, że wyniki badań nie stworzyły podstaw do jej falsyfikowania. Autor bardzo dyplomatycznie interpretuje wyniki swoich badań, które nie są w nuncie wyznaczanym przez politykę UE. W szczególności stwierdza, że *„być może obecne problemy w obszarach ESG nie są jeszcze na tyle poważne i dotkliwe dla inwestorów, aby doceniali oni zaangażowanie przedsiębiorstw w działania na rzecz otoczenia pod postacią wyższej wyceny rynkowej lub aby perspektywa polepszenia wyników ESG była równie ważna albo ważniejsza od perspektywy osiągnięcia korzyści finansowych”*.

Wobec wyników badań przedstawionych w rozdziale szóstym nasuwa się **pytanie 2:**

- 2a.** Jaki wpływ na wnioskowanie w rozprawie miał fakt zróżnicowanego i dobrowolnego raportowania ESG obciążonego ryzykiem greenwashingu?
- 2b.** Jaki wpływ na wnioskowanie w rozprawie miałyby przyjęcie aktualnego stanu prawnego w zakresie sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju, to jest obligatoryjnego jej sporządzania zgodnie z jednolitymi w całej Unii Europejskiej standardami ESRS? (od 1 stycznia 2025 r. obligatoryjny

obowiązek sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju wprowadza rozdział 6c Ustawy o rachunkowości - Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 120 z późn. zm.)

2c. Jaka jest opinia Autora na temat wprowadzenia obligatoryjnej sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju w krajach członkowskich Unii Europejskiej wobec rezultatów badania wskazujących negatywny wpływ wyników ESG na wycenę rynkową spółek publicznych?

Zakończenie pracy doktorskiej jest napisane poprawnie, choć można by dodać wkład Autora w dyscyplinę nauki ekonomia i finanse, który zaprezentowano we Wstępie. Pozytywnie należy ocenić klarowny sposób wskazania implikacji naukowych, dydaktycznych i praktycznych wyników badań ukazanych w rozprawie.

6. Ocena strony formalnej i językowej pracy

Dysertacja została przygotowana z zachowaniem wymogów formalnych. Omawiane zagadnienia zostały przedstawione w sposób czytelny, z utrzymaną logiką kolejnych wywodów. Całość wydruku jest dobrze przygotowana redakcyjnie. Autor potrafi wyrażać swoje myśli poprawnym językiem, a omawiane zagadnienia prezentuje w interesujący sposób, posiłkując się tabelami, wykresami i rysunkami zawartymi w treści rozdziałów rozprawy.

Jako sporo utrudnienie w odbiorze rozprawy należy ocenić zastosowany w rozprawie tradycyjny styl cytowania i odniesień bibliograficznych ze wskazaniem pełnych nazw cytowanych źródeł (przykładowo źródła do tabeli 22 stanowią połowę karty wydruku, podobnie jak przypisy dolne na str. 37 i 53 rozprawy). Lekkości rozprawie nadałoby przyjęcie jednego z najbardziej popularnych stylów cytowania, jak np. APA czy Harvard. Należy również wskazać nieliczne niedociągnięcia, nieścisłości oraz usterki redakcyjne, w tym dotyczące jednoznacznego zdefiniowania kluczowych terminów oraz używania adekwatnego słownictwa oraz precyzyjnych sformułowań (por. punkt 5 niniejszej recenzji).

Podsumowując, opanowanie warsztatu pisarskiego Autora należy ocenić pozytywnie, a zgłoszone uwagi względem strony formalnej nie pomniejszają wartości merytorycznej pracy.

7. Konkluzja

Stwierdzam, iż recenzowana praca stanowi samodzielne rozwiązanie istotnego poznawczo zagadnienia dotyczącego występowania zależności między wynikami ESG przedsiębiorstw a ich wartością rynkową. Autor zgromadził i opracował w wyróżniającym się zakresie literaturę przedmiotu. Materiał empiryczny został czytelnie zaprezentowany i dokonano właściwej jego interpretacji. Autor poruszał z dużą swobodą w problematyce, w której regulacje podlegają nieustannym zmianom.

Mgr Adrian Gawęda wykazał się w rozprawie wymaganą wiedzą teoretyczną z zakresu nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse. Trafnie sformułował problem naukowy oraz właściwie uzasadnił potrzebę przeprowadzenia badań. Autor podjął temat istotny z teoretycznego i praktycznego punktu widzenia, a dzięki przeprowadzonym badaniom

przyczynił się do zmniejszenia zidentyfikowanej luki badawczej. Wykazał się tym samym dobrym przygotowaniem metodycznym do prowadzenia badań naukowych.

Stwierdzam, iż praca „Wpływ zrównoważonych finansów na wycenę spółek publicznych” napisana przez pana mgra Adriana Gawędę spełnia pod względem merytorycznym i formalnym wymogi stawiane rozprawom doktorskim. W związku z tym wnoszę o dopuszczenie recenzowanej pracy do publicznej obrony.

Dr hab. Beata Zyznarska-Dworczak, prof. UEP