



UNIWERSYTET SZCZECIŃSKI  
**INSTYTUT EKONOMII  
I FINANSÓW**

STRESZCZENIE PRACY DOKTORSKIEJ (DYSCYPLINA – FINANSE)

**mgr Bartosz Oliwa**

WPLYW CZYNNIKÓW ŚRODOWISKOWYCH, SPOŁECZNYCH I ZARZĄDCZYCH NA  
KONDYCJĘ FINANSOWĄ PRZEDSIĘBIORSTW

Promotor:

prof. dr hab. Magdalena Ziolo,  
Uniwersytet Szczeciński

Recenzenci:

dr hab. Danuta Zawadzka, prof. PK  
Politechnika Koszalińska  
Wydział Nauk Ekonomicznych

dr hab. Zbigniew Korzeb prof. PB  
Politechnika Białostocka  
Wydział Inżynierii Zarządzania

Szczecin 2022

Zainteresowanie czynnikami niefinansowymi, to jest czynnikami środowiskowymi, społecznymi i zarządczymi określanymi akronimem ESG (ang. *Environmental, Social, Governance*) oraz związanym z nim ryzykiem w ostatnich latach znacząco rośnie. Oddziaływanie tych czynników ma wielowymiarowe konsekwencje zarówno w sferze realnej, jak i sferze finansowej. G. Friede, T. Busch, A. Bassen na podstawie przeprowadzonego przeglądu ponad 2 tysiące badań naukowych z lat 1995-2015 stwierdzili, że w 47,9% przypadków badań przedsiębiorstw wskazano na pozytywną relację pomiędzy czynnikami ESG a kondycją finansową oraz w 62,6% badań przeprowadzonych z wykorzystaniem metaanalizy. Natomiast negatywną relację wskazano w 6,9% badań i 8,0% badań (metaanalizy)<sup>1</sup>. Wyniki te dotyczyły zarówno badań przeprowadzonych na grupie przedsiębiorstw, jak i inwestorów instytucjonalnych. Pomijając badania oparte na metaanalizach można zauważyć, że w badaniach dotyczących obszaru przedsiębiorstw na relację pozytywną wskazano w 56,7% przypadkach, negatywną w 5,8%, neutralną w 18,8%, a mieszaną w 18,7%<sup>2</sup>. U. Atz, T. Van Holt, Z. Liu, C. Bruno dokonali przeglądu 1100 badań naukowych przeprowadzonych w latach 2015-2020. Autorzy wykazali, że w badaniach dotyczących obszaru przedsiębiorstw na relację pozytywną wskazano w 60% przypadków, negatywną w 6%, neutralną w 9%, a mieszaną w 25%<sup>3</sup>. T. Whelan, U. Atz, C. Clark wykazali na podstawie 245 badań z lat 2016-2020, że w badaniach dotyczących obszaru przedsiębiorstw na relację pozytywną wskazano w 58% przypadków, negatywną w 8%, neutralną w 13%, a mieszaną w 21%<sup>4</sup> (Rysunek 1). Na rysunku 1 można zauważyć, że według badań uwzględnianie czynników ESG wspiera efektywność finansową przedsiębiorstw; średnio 58% badań wskazało na pozytywną relację. Mniej badań wskazało na relację mieszaną (średnio 22%), neutralną (średnio 14%) oraz negatywną (średnio 7%).

---

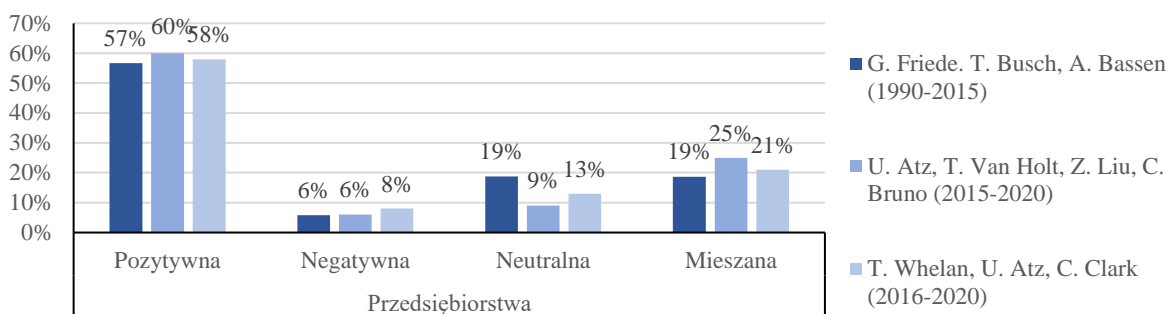
<sup>1</sup> G. Friede, T. Busch, A. Bassen: *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, „Journal of Sustainable Finance & Investment”, Vol. 5, No. 4, 2015, s. 217.

<sup>2</sup> Tamże, s. 221.

<sup>3</sup> U. Atz, T. Van Holt, Z. Liu, C. Bruno: *Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions*, „Journal of Sustainable Finance & Investment”, 2022

<sup>4</sup> T. Whelan, U. Atz, C. Clark: *Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015-2020*, NYU Stern, 2021, s. 4.

**Rysunek 1. Relacje czynników ryzyka ESG a kondycja finansowa przedsiębiorstw**



Źródło: opracowanie własne.

G. Friede, T. Busch, A. Bassen w swojej analizie uwzględnili także oddziaływanie poszczególnych czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych na kondycję finansową. Dla każdego z komponentów znacząco przeważał udział o pozytywnej relacji (dla czynnika środowiskowego: 58,7%, dla społecznego: 55,1%, dla zarządczego 62,3%) w porównaniu do udziału o relacji negatywnej (dla czynnika środowiskowego: 4,3%, dla społecznego: 5,1%, dla zarządczego 9,2%)<sup>5</sup>. Badacze podsumowali, że „żadna pojedyncza kategoria E, S i G nie wykazuje znaczącego, wyższego pozytywnego związku z kondycją finansową”<sup>6</sup> [tłumaczenie własne]. Należy wziąć jednak pod uwagę, że siła relacji pomiędzy czynnikami ryzyka ESG a kondycją finansową jest niska – taką ocenę przedstawiają badania przeprowadzone na wielu metaanalizach<sup>7</sup>. W Polsce liczba badań nad wpływem czynników ESG na kondycję finansową wśród wielu polskich przedsiębiorstw jest niewielka i dotyczy głównie zagadnienia społecznej odpowiedzialności biznesu. Przykładowo:

- A. Doś analizowała na próbie 88 polskich przedsiębiorstw czy społeczna odpowiedzialność biznesu wpływała na Z-Score Altmana lub wskaźniki rentowności<sup>8</sup>;
- I. Otoła, A. Tylec analizowały na próbie 58 notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie czy rentowność przedsiębiorstwa wpływa na wzrost wydatków ponoszonych na społeczną odpowiedzialność biznesu<sup>9</sup>;

<sup>5</sup> G. Friede, T. Busch, A. Bassen: *ESG and...*, poz. cyt., s. 223.

<sup>6</sup> Tamże, s. 226.

<sup>7</sup> D. Z. X. Huang: *Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: a review and consolidation*, „Accounting and Finance”, 2019, s. 20.

<sup>8</sup> A. Doś: *Financial performance and bankruptcy risk of socially responsible and „irresponsible” companies – the Polish case*, „Financial Management of Firms and Financial Institutions”, 11th International Scientific Conference, Ostrava 2017.

<sup>9</sup> I. Otoła, A. Tylec: *Społeczna odpowiedzialność biznesu a wyniki finansowe przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej”, Zarządzanie Nr 24, t.1, Częstochowa 2016.

- A. Skrzypek oraz N. Saadi doszukiwali się różnic we wskaźnikach rentowności pomiędzy 36-ma przedsiębiorstwami wchodzącymi w skład indeksu WIG RESPECT, a pozostałymi spółkami notowanymi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie<sup>10</sup>;
- B. Bek-Gaik i B. Rymkiewicz szukali relacji pomiędzy publikowaniem raportów CSR a wskaźnikami pozwalającymi określić kondycję finansową przedsiębiorstwa<sup>11</sup>;
- Z. Korzeb i P. Niedziółka sprawdzali, czy istnieje zbieżność pomiędzy zewnętrznymi ratingami kredytowymi a ratingami ESG<sup>12</sup>.

Można uznać, że badania naukowe dotyczące relacji czynników ryzyka ESG a kondycją finansową w Polsce są nieliczne oraz są na wstępnym etapie. Przeprowadzenie badań wśród polskich przedsiębiorstw stanowi krok w zakresie wypełnienia luki badawczej. S. Grewatsch i I. Kleindienst sugerowali, aby przyszłe badania koncentrowały się na innych podmiotach działalności gospodarczej, niż amerykańskie przedsiębiorstwa, ponieważ kulturowe, instytucjonalne i prawne różnice mogą dostarczać odmiennych informacji<sup>13</sup>. W ramach luki badawczej w literaturze podmiotu wymienia się także między innymi: małą liczbę badań jakościowych<sup>14</sup>, konieczność wzięcia pod uwagę małych i średnich przedsiębiorstw<sup>15</sup>, a także przedsiębiorstw prywatnych<sup>16</sup>. Na podstawie dokonanego przeglądu literatury przedmiotu oraz badań empirycznych, można stwierdzić również, że poza relacją czynników ryzyka ESG i rentowności, niewiele uwagi poświęca innym relacjom, na przykład relacjom czynników ryzyka ESG z kosztami, wydatkami, zadłużeniem, płynnością.

Koncepcja rozprawy doktorskiej zakłada przeprowadzenie badań i analiz mających umożliwić udzielenie odpowiedzi na pytanie jaki jest wpływ oraz jakie zależności zachodzą pomiędzy czynnikami środowiskowymi, społecznymi i zarządczymi a kondycją finansową

<sup>10</sup> A. Skrzypek, N Saadi: *Profitability of socially responsible public listed companies in Poland*, "Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr. 423, 2016.

<sup>11</sup> B. Bek-Gaik, B. Rymkiewicz: *Wpływ CSR na finansowe miary dokonań jednostek*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, 854(73), Szczecin 2015; B. Bek-Gaik, B. Rymkiewicz: *Spoleczna Odpowiedzialność Biznesu a finansowe dokonania przedsiębiorstw – głos w dyskusji*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” nr 514, 2018.

<sup>12</sup> Z. Korzeb, P. Niedziółka: *ESG Ratings in Poland. Are they Worth Consideration by Investors and Banks?*, "37th IBIMA Conference", Cordoba, Spain 2021.

<sup>13</sup> S. Grewatsch, I. Kleindienst: *When Does It Pay to be Good? Moderators and Mediators in the Corporate Sustainability – Corporate Financial Relationship: A critical review*, "Journal of Business Ethics", vol. 145(2), Springer, 2015, s. 406

<sup>14</sup> H. Aguinis, A. Glavas: *What We Know and Don't Know About Corporate Social Responsibility: A Review and Research Agenda*, "Journal of Management", Vol. 38, No. 4., 2012, s. 954.

<sup>15</sup> M. A. Khan: *ESG disclosure and Firm performance: A bibliometric and meta analysis*, "Research in International Business and Finance", no. 61, 2022, za: E. Pey-yi Yu, B. V. Luu, C. H. Chen: *Greenwashing in environmental, social and governance disclosures*, "Research in International Business and Finance", vol. 52, 2020.

<sup>16</sup> Tamże.

polskich<sup>17</sup> przedsiębiorstw. Koncepcję rozprawy doktorskiej zrealizowano poprzez realizację celu głównego oraz trzech celów pomocniczych. Jednocześnie w pracy przyjęto hipotezę główną i trzy hipotezy pomocnicze (Tabele 1 i 2).

**Tabela 1. Cel główny i cele pomocnicze**

<b>Cel*:</b>	<b>Opis:</b>
<b>CG</b>	Zdiagnozowanie wpływu i zależności zachodzących pomiędzy czynnikami środowiskowymi, społecznymi i zarządczymi a kondycją finansową polskich przedsiębiorstw oraz opracowanie koncepcji integracji czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych do decyzji finansowych z uwzględnieniem międzynarodowych metodyk raportowania i wybranych narzędzi oceny.
<b>CP1</b>	Usystematyzowanie kategorii definicyjnych w sferze: badań ESG oraz dokonań finansowych, wydajności finansowej, kondycji finansowej, standingu finansowego, sytuacji finansowej przedsiębiorstw.
<b>CP2</b>	Uporządkowanie stanu wiedzy odnośnie wykorzystanych wskaźników finansowych i wskaźników ESG w badaniach naukowych przeprowadzonych w innych krajach oraz przedstawienie wniosków.
<b>CP3</b>	Utworzenie oraz przeprowadzenie badań jakościowych poprzez wykorzystanie narzędzi takich jak mapy poznawcze w celu pozyskania danych niemierzalnych oraz ustalenie ich powiązań, siły i kierunku oddziaływania.

\* CG – cel główny, CP1 – pierwszy cel pomocniczy, CP2 – drugi cel pomocniczy, CP3 – trzeci cel pomocniczy

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 2. Hipoteza główna i hipotezy pomocnicze**

<b>Hipoteza*:</b>	<b>Opis:</b>
<b>H0</b>	Istnieje silny, pozytywny związek pomiędzy kondycją finansową przedsiębiorstw a czynnikami środowiskowymi, społecznymi i zarządczymi.
<b>H1</b>	Uwzględnienie czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych w decyzjach finansowych przedsiębiorstw pozytywnie oddziałuje na ich kondycję finansową.
<b>H2</b>	Działania polskich przedsiębiorstw w celu redukcji ryzyka ESG zależą od ich wielkości.
<b>H3</b>	Polskie przedsiębiorstwa, kierując się krótkookresową perspektywą wiążą czynniki środowiskowe, społeczne i zarządcze głównie z kosztami.

\* H0 – Hipoteza główna, H1 – pierwsza hipoteza pomocnicza, H2 – druga hipoteza pomocnicza, H3 – trzecia hipoteza pomocnicza

Źródło: opracowanie własne.

Praca składa się ze wstępu, pięciu rozdziałów, zakończenia, załączników oraz spisów tabel i rysunków (Tabela 3).

**Tabela 3. Struktura rozprawy**

<b>Rozdział</b>	<b>Opis problematyki</b>
Rozdział 1	W rozdziale usystematyzowano stan wiedzy na temat kondycji finansowej; przedstawiono dorobek teoretyczny finansów przedsiębiorstw w zakresie definiowania i oceny kondycji finansowej. W rozdziale tym także odniesiono się do terminologii stosowanej w anglojęzycznej literaturze przedmiotu. Na podstawie różnych ujęć dotyczących kondycji finansowej przedstawiono propozycję zależności pomiędzy terminami takimi jak: kondycja finansowa, efektywność finansowa, efektywność ekonomiczna i zdolność kredytowa. W rozdziale tym przedstawiono również źródła informacji, metody pomiaru informacji uzyskanych z tych źródeł, a także przedstawiono relacje pomiędzy ryzykiem finansowym, strategią finansową i kondycją finansową.

<sup>17</sup> Zgodnie ze Słownikiem Języka Polskiego PWN pod przymiotnikiem „polski” wskazano „dotyczący Polski, Polaków”; <https://sjp.pwn.pl/sjp/polski-I;2504056.html> [dostęp: 05.11.2022 r.].

Rozdział	Opis problematyki
Rozdział 2	W rozdziale usystematyzowano stan wiedzy koncepcji związanych z czynnikami ryzyka ESG na podstawie dostępnej literatury przedmiotu. Przedstawiono dostępne w literaturze definicje i genezy zrównoważonego rozwoju, społecznej odpowiedzialności biznesu, koncepcji <i>Triple Bottom Line</i> , inwestycji odpowiedzialnych społecznie, zrównoważonego biznesu, zrównoważonych finansów, a także wskazano na występujące pomiędzy nimi relacje. Zwrócono także uwagę na zmianę paradygmatu finansów z finansów tak zwanych tradycyjnych w kierunku finansów zrównoważonych oraz ukazano różnice w podejściu do postrzegania finansów tradycyjnych w stosunku do zrównoważonych finansów. Wskazano również na wpływ czynników ESG na ryzyko działalności przedsiębiorstw, a także przedstawiono ujęcie teoretyczne w zakresie włączania czynników ESG w procesie podejmowania decyzji finansowych przy uwzględnieniu aktualnego oraz przyszłego stanu prawnego Unii Europejskiej.
Rozdział 3	W rozdziale dokonano przeglądu badań empirycznych i przedstawiono kierunki oddziaływania czynników środowiskowych, społecznych oraz zarządczych na kondycję finansową przedsiębiorstw, w tym ze szczególnym uwzględnieniem wpływu czynników ESG na efektywność finansową oraz koszt kapitału. Przegląd został dokonany także pod kątem wykorzystywanych metodyk badań oraz teorii wyjaśniających uzyskane wyniki. W rozdziale tym przedstawiono także luki badawcze i kierunki przyszłych badań.
Rozdział 4	W rozdziale podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, czy czynniki ESG mogą wpływać na kondycję finansową i na różne kategorie ryzyka w różnych częściach świata odmiennie. Następnie oceniono wpływ i zależności zachodzące pomiędzy czynnikami ESG a kondycją finansową wśród przedsiębiorstw prowadzących działalność w Polsce. W rozdziale tym przedstawiono także ocenę działań polskich przedsiębiorstw dotyczących redukcji ryzyka ESG na ich działalność z uwzględnieniem kryterium wielkości podmiotu.
Rozdział 5	W rozdziale przedstawiono proces włączania czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych do decyzji finansowych przedsiębiorstw. W tym celu uporządkowano wiedzę z zakresu międzynarodowych metodyk raportowania ESG w oparciu o dostępne aktualizacje dokumentów, a także dokonano ich oceny. Przedstawiono także dwa dodatkowe narzędzia, które stanowią propozycję rozwiązania pewnych wad związanych ze stosowaniem tych metodyk. Na podstawie tych informacji oraz zawartych rekomendacji, zaleceń i warunków koniecznych, a także przy uwzględnieniu procesu adaptacji krajobrazu społecznego-technicznego i dokonanej propozycji przekształcenia sześciu strategii włączania czynników pozafinansowych w procesy decyzyjne stosowane przez instytucje finansowe do postaci odpowiedniej dla niefinansowych podmiotów gospodarczych, przedstawiono koncepcję procesu włączania czynników niefinansowych do decyzji finansowych przez przedsiębiorstwa.

Źródło: opracowanie własne.

Badania i analizy zaprezentowane w dysertacji zostały oparte na pierwotnych i wtórnych źródłach danych. Dla potrzeb realizacji celu głównego, weryfikacji hipotezy głównej i hipotez pomocniczych zastosowano metody badawcze, przedstawione w tabeli 4.

**Tabela 4. Metody badawcze zastosowane w pracy doktorskiej**

Metoda	Opis metody
Desk research	Jest metodą, która opiera się na korzystaniu z informacji i danych zastanych <sup>18</sup> .
Triangulacji	Jest metodą odnoszącą się do sytuacji w której podczas badania wykorzystuje się kilka metod badawczych w jednym badaniu lub różne techniki badawcze w obrębie jednej metody badawczej <sup>19</sup> .

<sup>18</sup> Z. Bednarowska-Michaiel: *Desk research - wykorzystanie potencjału danych zastanych w prowadzeniu badań marketingowych i badań społecznych*, „Marketing i Rynek”, nr 7, 2015, 18-26.

<sup>19</sup> A. Stolecka-Makowska: *Triangulacja jako koncepcja pozyskania wiedzy o zachowaniach nabywczych konsumentów*, „Studia Ekonomiczne”, 261, Katowice 2016, s. 51-61

Metoda	Opis metody
Rozmyta metoda delficka (FDM)	Metoda pozwala na możliwość osiągnięcia porozumienia i zgodnego stanowiska w określonym obszarze niepewności lub przy występującym braku dowodów empirycznych poprzez wykorzystanie opinii grupy ekspertów, którzy posiadają niezbędną wiedzę <sup>20</sup> .
Rozmyta mapa kognitywna (FCM)	Metoda pozwala na modelowanie systemów, w których informacje naukowe są ograniczone, ale dostępna jest wiedza specjalistyczna lub lokalna <sup>21</sup> .
Wielowymiarowa analiza korespondencji	Metoda ta należy do grupy wielowymiarowych metod badania współzależności; wykorzystywana jest w przypadku rozpatrywania wielu cech nominalnych <sup>22</sup> .
Regresja logistyczna	Metoda statystyczna pozwalająca ocenić wpływ wielu różnych cech na szanse zajścia jakiegoś zdarzenia <sup>23</sup> .

Zródło: opracowanie własne.

Analiza danych zastanych (*desk research*) została dokonana na podstawie dostępnych treści oraz istniejących danych statystycznych. W ramach tej analizy w pracy wykorzystano metodę krytycznej analizy piśmiennictwa poprzez diagnostykę stanu badań na podstawie przeglądu dorobku ze szczególnym uwzględnieniem publikacji w wysoko punktowanych czasopismach z zakresu: finansów, rynków finansowych, zarządzania – w dysertacji powołano się na 554 pozycje literatury przedmiotu oraz 54 pozycje stanowiące akty prawne i źródła internetowe. Dokonana analiza pozwoliła na sformułowanie poglądu o oryginalności badanego problemu. Jednocześnie na jej podstawie przeprowadzono dyskusję literaturową, w trakcie której zaprezentowano poglądy Autorów odnośnie takich kategorii jak: kondycja finansowa, efektywność finansowa, zdolność finansowa, zrównoważony rozwój, społeczna odpowiedzialność biznesu, a także: wpływ czynników ESG na kondycję finansową i ryzyko finansowe. Ponadto w celu przeprowadzenia badań oraz opracowania koncepcji włączania czynników ESG w proces decyzji finansowych wykorzystano szereg udostępnionych przez międzynarodowe podmioty dokumentów, jak: dokumenty opisujące międzynarodowe ramy odniesienia dotyczące raportowania, standardy raportowania, metodyki ocen dokonywanych przez agencje ratingowe, studia przypadków.

Istotną metodą wykorzystaną w dysertacji była metoda triangulacji; wykorzystano także rozmytą metodę delficką, metodę rozmytych map kognitywnych, metodę (analizę) wielowymiarowej korespondencji<sup>24</sup> oraz regresję logistyczną. Na podstawie rozmytej metody

<sup>20</sup> M. Matejun: *Metoda delficka w naukach o zarządzaniu w: Zarządzanie w regionie. Teoria i praktyka*, red. E. Kuczmera-Ludwicyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 178.

<sup>21</sup> U. Özesmi, S. L. Özesmi: *Ecological models based on people's knowledge: A multi-step fuzzy cognitive mapping approach*, "Ecological Modelling", 176(1-2), 2004, s. 45.

<sup>22</sup> I. Bąk: *Zastosowanie analizy korespondencji w badaniu aktywności turystycznej emerytów i rencistów*, „Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych” 11/2, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, 2010.

<sup>23</sup> T. Grochowski, G. Migut: *Zastosowanie regresji logistycznej do identyfikacji czynników ryzyka wystąpienia powikłań pooperacyjnych po jednoczasowej transplatacji trzustki i nerki*, StatSoft Polska, 2011, s. 30.

<sup>24</sup> Dane do rozmytych map kognitywnych oraz wielowymiarowej analizy korespondencji zostały pozyskane przy wykorzystaniu metody sondażu diagnostycznego i techniki wywiadu.

delfickiej oraz rozmytych map kognitywnych wyciągnięto wnioski dotyczące relacji występujących pomiędzy czynnikami ESG i kondycją finansową. Ze względu, iż w próbie przeznaczonej do badania wykorzystującego metodę rozmytych map kognitywnych dominowała liczba małych przedsiębiorstw wykonano dodatkowe badanie dotyczące relacji ocen ESG przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie nadanych przez zagraniczne agencje ratingowe i wskaźników finansowych. Próba w dodatkowym badaniu składała się głównie z średnich i dużych przedsiębiorstw. Na podstawie zebranych danych z wykorzystaniem ocen nadanych przez zagraniczne agencje ratingowe oraz wskaźniki finansowe wyciągnięto wnioski poprzez wykorzystanie regresji logistycznej. Metoda regresji logistycznej została wykorzystana także do poznania kontekstu geograficznego, w ramach którego zebrano dostępne artykuły naukowe i próbowano określić, jak czynniki ESG wpływają na kondycję finansową i różne kategorie ryzyka, w różnych częściach świata. Ponadto przy pomocy metody triangulacji oraz wykorzystanej w ramach niej metody (analizy) wielowymiarowej korespondencji i analizy danych zastanych dokonano oceny działań przedsiębiorstw redukujących ryzyko wywoływane czynnikami środowiskowymi, społecznymi i zarządczymi ze względu na wielkość podmiotu gospodarczego.

Do zbadania hipotez przedstawionych w niniejszej pracy naukowej przeprowadzono następujące badania, to jest:

- 1) metaanalizę publikacji naukowych w celu odpowiedzi na pytanie czy wpływ czynników ESG na kondycję finansową i ryzyko był uzależniony od kontekstu geograficznego. Do realizacji badania wykorzystano metodę regresji logistycznej, w której zmiennymi objaśnianymi były poszczególne regiony (Europa, Ameryka Północna, Ameryka Południowa, Azja, Afryka, Australia). W ramach zmiennych objaśniających wybrano relację ryzyka czynników ESG i ryzyka systematycznego, ryzyka idiosynkratycznego, kosztu kapitału, rentowności. Próba badawcza stanowiła 91 publikacji opublikowanych w 2011 roku lub latach późniejszych;
- 2) badanie jakościowe w oparciu o rozmytą metodę delficką oraz metodę rozmytych map kognitywnych w celu oceny kierunku i siły relacji występujących pomiędzy czynnikami ESG a kondycją finansową na podstawie wywiadów udzielonych przez dyrektorów i właścicieli polskich przedsiębiorstw. Próba badawcza wyniosła 60 przedsiębiorstw i w przeważającej większości składała się z małych przedsiębiorstw dlatego badanie te uzupełniono o badanie ilościowe wskazane w następnym punkcie;



- 3) badanie ilościowe dotyczące identyfikacji relacji pomiędzy ocenami ESG przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych nadanymi przez zagraniczne agencje ratingowe i wskaźnikami finansowymi. W badaniu wykorzystano metodę regresji logistycznej w oparciu o próbę badawczą składającą się z 73 przedsiębiorstw. Za zmienną objaśnianą wybrano ocenę ESG nadaną przez zagraniczne agencje ratingowe, a zmiennymi objaśniającymi były wskaźniki rentowności, zadłużenia, płynności;
- 4) badanie jakościowe, którego celem była identyfikacja działań przeciwdziałających ryzyku ESG przy wykorzystaniu wielowymiarowej metody analizy korespondencji i metody Warda. Badanie opierało się na podstawie przeprowadzonych wywiadów wśród 120 przedsiębiorców. Dodatkowo przeprowadzono analizę informacji wtórnych (*desk research*) w celu odniesienia wyników do specyfiki sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MSP) i sytuacji zagranicznych przedsiębiorstw.

W świetle uzyskanych wyników badań należy ocenić, że hipoteza główna zakładająca, iż ***istnieje silny, pozytywny związek pomiędzy kondycją finansową przedsiębiorstw a czynnikami środowiskowymi, społecznymi i zarządczymi*** została zweryfikowana częściowo. Wpływ czynników ESG na kondycję finansową polskich przedsiębiorstw należy ocenić pozytywnie, jednak siła tego wpływu była słaba.

Pierwsza z hipotez pomocniczych, która zakładała, że uwzględnienie czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych w decyzjach finansowych przedsiębiorstw pozytywnie oddziałuje na ich kondycję finansową została potwierdzona. Na podstawie dokonanego przeglądu badań można wnioskować, że relacja dotycząca czynników i kondycji finansowej jest istotna statystycznie oraz pozytywna, to jest ona jednak niska. Ponadto, na podstawie przeprowadzonego badania z użyciem map kognitywnych, również polskie przedsiębiorstwa widzą czynniki ESG jako czynniki wspierające w niewielkim stopniu ich kondycję finansową, głównie poprzez wzrost rentowności. Na ostateczny wynik wpłynął komponent społeczny, a w szczególności grupa czynników dotycząca odpowiedzialności za produkt. Z kolei czynniki dotyczące odpowiedzialności za pracowników oraz ładu korporacyjnego (będący czynnikiem zarządczym) można uznać za czynniki wspierające powyższą grupę czynników społecznych. Jednocześnie wyniki badania wykorzystujące analizę regresji logistycznej wskazały, że istnieją przesłanki dotyczące wpływu czynników ESG na rentowność przedsiębiorstw, płynność i zadłużenie. Natomiast w ujęciu szerokim, a więc biorąc pod uwagę wyniki badań metaanalizy, nie można stwierdzić, aby kontekst geograficzny stanowił element warunkujący oddziaływanie czynników na kondycję (mierzoną rentownością)

przedsiębiorstw. Jednocześnie, kolejną hipotezę pomocniczą zakładającą, że działania polskich przedsiębiorstw w celu redukcji ryzyka ESG zależą od ich wielkości należy przyjąć. Wyniki badania opartego na wielowymiarowej analizie korespondencji i analizie danych zastanych wskazują, że skłonność do redukcji ryzyka ESG rośnie wraz z wielkością działalności przedsiębiorstwa. Hipoteza pomocnicza zakładająca, że polskie przedsiębiorstwa, kierując się krótkookresową perspektywą wiążą czynniki środowiskowe, społeczne i zarządcze głównie z kosztami należy częściowo odrzucić z powodów opisanych w ramach pierwszej hipotezy pomocniczej. Brak pełnego odrzucenia tej hipotezy pomocniczej wynika z faktu, że polskie przedsiębiorstwa powiązały czynniki środowiskowe właśnie głównie z kosztami. Podsumowanie wyników przedstawiono w tabeli 5.

**Tabela 5. Weryfikacja przyjętych hipotez**

<b>Hipoteza*:</b>	<b>Opis:</b>	<b>Wynik:</b>
<b>H0</b>	Istnieje silny, pozytywny związek pomiędzy kondycją finansową przedsiębiorstw a czynnikami środowiskowymi, społecznymi i zarządczymi.	<i>Częściowa weryfikacja;</i> wpływ czynników ESG na kondycję finansową polskich przedsiębiorstw należy ocenić pozytywnie, jednak siła tego wpływu była słaba.
<b>H1</b>	Uwzględnienie czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych w decyzjach finansowych przedsiębiorstw pozytywnie oddziałuje na ich kondycję finansową.	<i>Pozytywna weryfikacja;</i> na podstawie dokonanego przeglądu badań można wnioskować, że relacja dotycząca czynników i kondycji finansowej jest istotna statystycznie oraz pozytywna to jest ona niska; na podstawie przeprowadzonego badania (mapy kognitywne), również polskie przedsiębiorstwa widzą czynniki ESG jako czynniki wspierające w niewielkim stopniu ich kondycję finansową, głównie poprzez wzrost rentowności; wyniki badania wykorzystujące analizę regresji logistycznej wskazały, że istnieją przesłanki dotyczące wpływu czynników ESG na rentowność przedsiębiorstw, płynność i zadłużenie.
<b>H2</b>	Działania polskich przedsiębiorstw w celu redukcji ryzyka ESG zależą od ich wielkości.	<i>Pozytywna weryfikacja;</i> wyniki badania opartego na wielowymiarowej analizie korespondencji oraz analizie danych zastanych wskazują, że skłonność do redukcji ryzyka ESG rośnie wraz z wielkością działalności przedsiębiorstwa
<b>H3</b>	Polskie przedsiębiorstwa, kierując się krótkookresową perspektywą wiążą czynniki środowiskowe, społeczne i zarządcze głównie z kosztami.	<i>Częściowa weryfikacja;</i> brak pełnego odrzucenia tej hipotezy pomocniczej wynika z faktu, że polskie przedsiębiorstwa powiązały czynniki środowiskowe właśnie głównie z kosztami.

\* H0 – Hipoteza główna, H1 – pierwsza hipoteza pomocnicza, H2 – druga hipoteza pomocnicza, H3 – trzecia hipoteza pomocnicza

Źródło: opracowanie własne.

## Literatura:

1. Aguinis H., Glavas A.: *What We Know and Don't Know About Corporate Social Responsibility: A Review and Research Agenda*, "Journal of Management", Vol. 38, No. 4., 2012.
2. Atz U., Van Holt T., Liu Z., Bruno C.: *Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions*, „Journal of Sustainable Finance & Investment”, 2022
3. Bąk I.: *Zastosowanie analizy korespondencji w badaniu aktywności turystycznej emerytów i rencistów*, „Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych” 11/2, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, 2010.
4. Bednarowska-Michaiel Z.: *Desk research - wykorzystanie potencjału danych zastanych w prowadzeniu badań mar-ketingowych i badań społecznych*, „Marketing i Rynek”, nr 7, 2015.
5. Bek-Gaik B., Rymkiewicz B.: *Spoleczna Odpowiedzialność Biznesu a finansowe dokonania przedsiębiorstw – głos w dyskusji*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” nr 514, 2018.
6. Bek-Gaik B., Rymkiewicz B.: *Wpływ CSR na finansowe miary dokonań jednostek*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, 854(73), Szczecin 2015;
7. Doś A.: *Financial performance and bankruptcy risk of socially responsible and „irresponsible” companies – the Polish case*, “Financial Management of Firms and Financial Institutions”, 11th International Scientific Conference, Ostrava 2017.
8. Friede G. Busch T., Bassen A.: *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, „Journal of Sustainable Finance & Investment”, Vol. 5, No. 4, 2015.
9. Grewatsch S., Kleindienst I.: *When Does It Pay to be Good? Moderators and Mediators in the Corporate Sustainability – Corporate Financial Relationship: A critical review*, “Journal of Business Ethics”, vol. 145(2), Springer, 2015.
10. Grochowski T., Migut G.: *Zastosowanie regresji logistycznej do identyfikacji czynników ryzyka wystąpienia powikłań pooperacyjnych po jednoczasowej transplantacji trzustki i nerki*, StatSoft Polska, 2011.
11. Huang D. Z. X.: *Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: a review and consolidation*, “Accounting and Finance”, 2019.
12. Khan M. A.: *ESG disclosure and Firm performance: A bibliometric and meta analysis*, “Research in International Business and Finance”, no. 61, 2022.
13. Korzeb Z., Niedziółka P.: *ESG Ratings in Poland. Are they Worth Consideration by Investors and Banks?*, “37th IBIMA Conference”, Cordoba, Spain 2021.
14. Matejun M.: *Metoda delficka w naukach o zarządzaniu w: Zarządzanie w regionie. Teoria i praktyka*, red. E. Kuczmera-Ludwiczynska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
15. Otolá I., Tylec A.: *Spoleczna odpowiedzialność biznesu a wyniki finansowe przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej”, Zarządzanie Nr 24, t.1, Częstochowa 2016.
16. Özesmi U., Özesmi S. L.: *Ecological models based on people's knowledge: A multi-step fuzzy cognitive mapping approach*, “Ecological Modelling”, 176(1-2), 2004.
17. Skrzypek A., Saadi N.: *Profitability of socially responsible public listed companies in Poland*, “Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr. 423, 2016.
18. Stolecka-Makowska A.: *Triangulacja jako koncepcja pozyskania wiedzy o zachowaniach nabywczych konsumentów*, „Studia Ekonomiczne”, 261, Katowice 2016.
19. Whelan T., Atz U., Clark C.: *Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015-2020*, NYU Stern, 2021.
20. Yu E. P., Luu B. V., Chen C. H.: *Greenwashing in environmental, social and governance disclosures*, “Research in International Business and Finance”, vol. 52, 2020.

## Pozostałe źródła

1. Słownik Języka Polskiego PWN, <https://sjp.pwn.pl/sjp/polski-I;2504056.html> [dostęp: 05.11.2022 r.].

## **Spis rysunków**

Rysunek 1. Relacje czynników ryzyka ESG a kondycja finansowa przedsiębiorstw .....	2
--	---

## **Spis tabel**

Tabela 1. Cel główny i cele pomocnicze .....	4
Tabela 2. Hipoteza główna i hipotezy pomocnicze .....	4
Tabela 3. Struktura rozprawy.....	4
Tabela 4. Metody badawcze zastosowane w pracy doktorskiej .....	5
Tabela 5. Weryfikacja przyjętych hipotez .....	9